华·东·政·法·大·学·金·融·学·重·点·学·科·建·设·成·果

魏玮 著

货币政策对房价波动的区域异质性研究

复旦大學出版社

华东政法大学商学院重点学科建设成果

- 从直接管制到民主协商
  ——长江流域水污染防治立法协调与法制环境建设研究　陈　坤　著
- 奥运会的经济影响及估算方法研究　张　娟　著
- 我国低碳经济的发展　徐大丰　著
- 近代家族性联号企业：一种非企业集团的中间性组织　王　颖　著
- 贸易投资一体化差异化厂商的国际化战略研究
  ——关于中国境内企业的实证检验　刘　杨　著
- 生产性服务业创新集群内企业间协调机制研究　甄　杰　著
- 传统市场与电子市场并存下的供应链决策研究　李培勤　著
- 互联网环境下网络营销渠道选择研究　杨立钒　著
- 货币政策对房价波动的区域异质性研究　魏　玮　著
- 价格涨跌幅限制制度对证券市场的影响研究　郭喜才　著
- 基于最优控制的金融衍生品定价研究　杜玉林　著
- 四联总处与战时西南地区经济　王红曼　著

策划编辑　张永彬　　责任编辑　张永彬　孙程姣　　封面设计　孙　曙


ISBN 978-7-309-08517-4
9 787309 085174
定价：25.00元
www.fudanpress.com

魏　玮 著



货币政策对房价波动的区域异质性研究

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币政策对房价波动的区域异质性研究/魏玮著.—上海:复旦大学出版社,2011.6
华东政法大学金融学重点学科建设成果
ISBN 978-7-309-08517-4

Ⅰ.货… Ⅱ.魏… Ⅲ.货币政策-关系-房价-研究 Ⅳ.①F821.0②F293.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 208110 号

货币政策对房价波动的区域异质性研究
魏 玮 著
责任编辑/孙程姣

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编:200433
网址:fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com
门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853
外埠邮购:86-21-65109143
常熟市华顺印刷有限公司

开本 787×960 1/16 印张 10.75 字数 147 千
2011 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-08517-4/F·1768
定价:25.00 元

目　录



第一章　导　论

第一节　选题背景

我国自1998年停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化以来，房地产市场爆发出惊人的潜力。2000年后的房地产开发投资额以每年超出20%的速度增长，房地产销售额也以年平均超过27%的速度增长。根据国际经验数据，当一个产业的增加值占GDP的比重达到6%～8%时就已成长为支柱产业。2002年我国房地产业对GDP的贡献率就已达到6.47%，因此在次年的"国18号文"中首次明确将房地产业确立为国民经济的支柱型产业。此后，房地产开发投资额占全国GDP比重逐年攀升，至2008年年底已达到10.17%，房地产业在国民经济中的支柱地位日益稳固。① 此外，与房地产的开发生产、交换、分配、消费各环节直接和间接关联的产业部门非常多，包括建筑、建材、装潢等，由此便决定了房地产业的产业关联度高、产业前瞻效应、后续效应和旁侧效应极为突出。房地产市场的巨大发展始终离不开金融行业的资金支持。目前我国房地产金融的主要形式仍是银行信贷，商业银行通过住房消费贷款、房地产开发贷款、建筑企业流动资金贷款和土地储备贷款等各种形式的信贷资金基本参与了房地产开发的全过程。2007年年底，全国商业性房地产贷款余额已达4.8万亿元，同比增长30.6%，占同



① 广东省房协市场分析课题组：《2008年度广东房地产市场分析报告[EB/OL]》，广东房地产网站：http://www.gdfdc.com/manag/HtmlUploadFile/2009213171311806.doc。

期金融机构中长期贷款的 36.6%。①

正是由于房地产业资金集聚度高、产业链长的特点，使其成为各国政府在通货紧缩或通货膨胀阶段进行宏观调控所首先指向的重要产业之一。我国的人民银行从防范和化解金融风险、促进房地产市场健康发展的角度，一直对房价波动问题都给予了高度关注。20 世纪 90 年代以来，我国共进行了三轮较大规模的房地产市场调控，货币政策的实施也经历了紧缩—松动—紧缩的周期性变化。国家利用多种货币政策工具对房地产市场实行了反周期或顺周期的宏观调控：(1) 在 1993—1997 年，为了打击局部地区房地产市场投资过热，政府实施了坚定的货币紧缩政策，通过紧缩银根控制投资者的资金来源、直接干预房地产信用的信贷限额和信贷质量，很快抑制了房地产开发领域投资的过快增长。(2) 1998 年我国遭遇通货紧缩，国家实施了住房货币化改革，力图将住宅建设培育成为新的经济增长点。此时，货币政策放松了对于房地产开发贷款的要求以支持房地产市场的发展，同年，央行对商业银行的规模管理转变为资产负债比例管理，进一步加大住房信贷投入，并规定所有商业银行对购买自有普通住房的消费者都可以发放个人住房贷款，对个人住房信贷执行优惠利率。由于货币的超量发行(M2/GDP)比率居高不下和人民币汇率的微小上调以及过去出台的刺激房地产需求的政策作用逐渐释放，造成这一时期全国各地房价一路攀升。(3) 2003年以来部分地区房价持续过快上涨引起了央行的警觉，为了平抑房价，有效规范房地产市场的运行，政府以信贷供应控制和利率调整为突破口，逐步取消对于住房的优惠政策，控制社会资源流向房地产领域。2007 年一年内央行更是 10 次上调存款准备金率，13%的存款准备金率达到了 1987 年以来的最高点。

然而对于全国一致性的货币政策，房地产市场的即期反应却显现出了一定的区域异质性。以近期的一轮宏观调控为例，2007 年内，央行通过 10 次上调存款准备金率，使得全国年末房价的整体涨幅得到有效



① 中国人民银行货币政策分析小组：《2007 年第四季度中国货币政策执行报告[EB/OL]》，中国人民银行网站：http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengce/huobizhengcezhixingbaogao/。

抑制，10—12 月，全国房屋销售价格环比涨幅分别为 1.6%、0.8%、0.2%，呈逐月回落态势。东部一些代表性城市的房地产市场在越来越紧缩的货币政策调控环境中，年底均出现较明显降温。如 2007 年 10—12 月，上海市内环以内和内外环间的新建商品住房价格涨幅分别约为 3%和 2%，较 6—9 月涨幅分别回落 6 个百分点和 9 个百分点①。中部地区代表性城市的房价总体上对宏观调控的反应较温和，如郑州全年房屋销售价格环比涨幅基本保持在 6 个百分点，呼和浩特全年房屋销售价格基本保持水平。而西部地区一些城市的房价却在年底出现了逆势上扬的情况，如西安 11 月份的房屋销售价格环比指数达到了全年最高的涨幅 3.7%，而兰州和西宁的环比价格指数也在 10 月份出现全年最高增长，分别为 2.4%和 2.3%。②

根据蒙代尔(1961)③的最优货币区理论，区域市场参与主体、区域金融结构以及通货膨胀率等因素的差异会导致货币政策调控效力的差异。房地产市场是典型的区域性市场，就直观而言，区域因素至少可以从以下两方面使货币政策对房地产市场的作用效力产生差异：首先，货币政策发生前各地区房地产市场的初始经济条件不同；其次，不同区域市场参与主体对货币政策反应的敏感度因区域不同而不同(Carlino and DeFina，1999)。我国地域辽阔，东、中、西部地区参与房地产市场的市场主体的投资动机和风险承担能力的巨大异质性，在不同的房地产子市场上，金融运行规律也都有巨大的差异。但长期以来，学者们研究货币政策传导机制对房地产市场作用，均是以区域经济的同质性为理论前提的，并没有考虑区域发展差异对货币政策调控房地产市场效力的影响。那么，上述我国在紧缩货币政策环境下房价波动的区域异质性，究竟是由于各地房地产市场对货币政策反应的非平衡性所致，还只是受其他噪声干扰所表现出的某种巧合？在宏观调控过程中，央行往

① 中国人民银行营业管理部货币政策分析小组编：《2007 上海区域金融运行报告》，2008。

② 数据来源：2007 年 9—12 月份 70 个大中城市房屋销售价格指数表，国家发展与改革委员会网站，http://www.sdpc.gov.cn/xwfb/，2008。

③ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, 1961, 51(4): 657-665.

往会同时采用多种货币政策工具，那么，不同区域的房地产市场对不同货币政策工具的反应时间、速度、幅度又有何异同之处？造成我国不同区域房地产市场上，货币政策效力及其传导效率差异的深层次原因又有哪些？针对区域货币政策传导渠道效率的不同，是否能实施某种程度上的货币政策以达到房地产市场宏观调控的目标？为了更好的协调区域房地产市场间的发展，减少货币政策执行效率的损失，基于我国货币政策对区域房地产市场的效力异质性研究就成为迫切需要解决的现实和理论问题，本书旨在使用严谨的理论及实证分析方法对这些问题作出尝试性的回答。

本书参考国际上有关货币政策与房地产市场关系研究演进和实际发展，一方面吸收凯恩斯学派、货币学派和金融中介学派中合理的货币政策传导机制观点，分解出货币政策对房地产市场的影响渠道及作用机理；另一方面，将最优货币区理论和房地产市场供求理论有机结合，对货币政策在房地产市场上效力的区域差异进行大胆的推测和严密的演绎，是国内较早从区域房地产市场非均衡、最优货币区角度来研究货币政策对房地产市场的调控效力。此外，顺应社会科学研究的新趋势，运用 HP 滤波法、VAR 模型、脉冲响应、方差分解等多种计量分析方法，从货币政策对区域房地产市场的冲击深度差异和冲击速度差异两个方面，验证货币政策对房地产市场效力区域异质性的存在。并在紧密联系中国房地产市场的区域发展特质的基础上，构建 Panel Data 模型挖掘造成房地产市场上货币政策传导效力区域差异的深层次原因，为该领域的研究思路和方法上作出一些前沿性的思考和探索。本书研究所用到的理论模型与定量分析方法有助于对货币政策对房价的传导机制理论与房地产微观主体行为理论的拓展。

第二节　国内外研究现状及评述

随着各国金融改革的深化，房地产及其上下游产业对金融体系的依赖度日益增强，有关货币政策效力、房地产市场方面的研究引起了

众多学者的关注。这主要是因为：首先，对房地产市场相关模型的构建已成为宏观经济预测的一个核心过程，它使人们能够了解房地产投资行为、房地产周期与公共政策之间的关系；其次，世界许多家的金融市场处在转轨改制的关键阶段，经过一系列放宽管制，提高市场化举措之后，货币政策究竟通过何种货币传导机制影响房地产市场的方方面面是值得重点研究的。相对而言，国外学者针对房地产市场和货币政策效力研究的经济学理论依据较为充分，分析架构的系统性较强，实证分析方法也比较新颖。而中国从 90 年代后期才开始关注货币政策对房地产市场的影响，初期主要倾向于宏观调控的研究及对国外研究的介绍和借鉴，近年的实证分析也较为丰富。以下就一些有助于系统地认识房地产市场、货币政策效力及区域经济的文献内容进行简要的梳理，以期为本书相对深入的理论研究与实证分析做好铺垫。

一、货币政策与房价波动关系研究

（一）国外相关研究

国外有关货币政策对房地产市场影响的研究开展较早，理论与实证分析结合紧密。学者们大都从货币政策传导机制理论出发，定量测度货币政策对房地产市场的效力大小。在对实证结果的解释方面，较注重挖掘市场微观经济基础因素对货币政策效力的影响，如金融市场结构、房地产企业行为及个人偏好行为等。下文将按在文献中所使用的货币政策工具变量对其进行分类总结。

1. 货币供给量与房地产市场关系的研究

William D. Lastrapes(2002)①利用美国 1963. 1—1999. 8 的月度数据表明，货币供给量 M1 的正向冲击会造成房价和房屋销售量短期的上升，随后，他们用了一个基于资本需求的住宅市场动态一般均衡模型来解释这一现象。



① William D. Lastrapes, The Real Price of Housing and Money Supply Shocks: Time Series Evidence and Theoretical Simulations, *Journal of Housing Economics*, 2002(11).

2. 利率与房地产市场关系的研究

Bernanke 和 Gertler(1995)①分析得出,房地产投资对短期利率冲击反应通常强烈而且持续,但是对于长期利率动态反应却不是这样,而长期利率实际上应该是促进房地产消费的主要因素。房地产投资对长期利率的反应比对短期利率的反应小,而且恢复很快。Matteo 和 Raoul(2003)②通过 VAR 模型分别研究了芬兰、瑞士和英国的货币政策冲击在房产价格波动中的作用,结果表明,在金融自由度越高的市场上,房价对利率冲击的反应越大而且越持久。Hafmann(2003)③考察了16个国家的 Panel 数据得出了短期银行贷款与房价有双向因果关系的结论。

3. 信贷与房地产市场关系研究

Matteo 和 Raoul(2003)利用 VAR 模型分析了芬兰、德国、挪威和英国的房地产市场后得出结论,信用传导渠道的有效性与房地产市场的结构特征相关。他们的跨国比较研究同时表明,信用渠道(银行借贷)与房地产市场的融资效率和借贷机构的形态有关。他们还分析了金融自由化对货币政策和房产价格之间联系的影响,建立了一个在信用约束下小型开放经济的简单模型,该模型显示金融自由度越高,利率对房产价格的冲击就越大。Gergely Kiss 和 Gabor Vadas(2005)④利用匈牙利的面板数据进行实证研究结果表明房价的财富效应很明显,货币政策通过信贷渠道对房价产生了影响。

(二)国内相关研究

从国内看,中国从90年代后期才开始关注货币政策对房地产市场的影响。近几年的实证分析较多,但均是侧重于对某一货币政策传导

① Bernanke. Ben S., Gertler Mark, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives*, 1995(3).

② Matteo Iacoviello, Raoul Minetti, The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market, Boston College Department of Economics, *Boston College Working Papers in Economics* 541, 2003.

③ Hofmann, Boris, Bank Lending and Property Prices: Some International Evidence, *HKIMR Working Paper*, No. 22, 2003.

④ Gergely Kiss, Gábor Vadas, The Role of The Housing Market in Monetary Transmission, *The Magyar Nemzeti Bank's Background Paper*, 2005(2).



渠道的研究,较缺乏系统性。皮舜(2004)①在中国1997—2003年间房地产市场与银行信贷市场的月度数据基础上,建立了两个市场之间相互作用的误差修正模型(ECM模型),发现中国房地产市场的发展与银行信贷市场的发展在长期和短期都存在着双向线性因果关系,得出房地产市场与银行信贷市场具有一定程度的共生性的结论。孙力军、孙力彬(2006)②通过对2000年第1季度至2006年第1季度的广义货币供给量M2和房价之间关系的考察,认为央行当前调控货币供应量的政策措施将在9个月到12个月后对房价产生影响。张涛、龚六堂等(2006)③运用协整方程,研究了2002—2005年中国房地产均衡价格,他们的结论表明按揭贷款实际利率每上升1%,房价则下降0.024%。

但并不是所有学者都对货币政策调控房地产市场效果持肯定态度。Qi Liang, Hua Cao(2007)④使用高阶自回归分布滞后(ARDL)模型对我国1999年第1季度—2006年第2季度的数据分析表明,利率并非调控房价的有效工具。易宪容(2004)⑤认为,传统的中央银行的信贷收缩货币政策无法从根源上解决投资过热问题;央行难以通过推动利息调整来纠正房地产扭曲的资金价格。

二、货币政策区域异质性研究

货币政策是以调节总需求和总供给的宏观政策,但在一个大的经济体中,由于区域经济发展水平和微观主体构成的异质性,使得统一的货币政策在各地区的执行过程,可能产生不同的效果。国际上从20世纪四五十年代就开始关注货币政策对不同区域的影响差异。而关于统一货币政策执行效果的地区性差别的讨论,最多的是与欧元区和欧洲

---

① 皮舜:《中国房地产市场与金融市场的Granger因果关系分析》,《系统工程理论与实践》,2004年第12期。

② 孙力军、孙力彬:《我国货币政策调控房价的效果分析》,《济南金融》,2006年第10期。

③ 张涛、龚六堂、卜永祥:《资产回报、住房按揭贷款与房地产均衡价格》,《金融研究》,2006年第2期。

④ Qi Liang, Hua Cao, Property Prices and Bank Lending in China, *Journal of Asian Economics*, 2007(18).

⑤ 易宪容:《银行加息对抑制投资过热的有效性分析》,《财经理论与实践》,2004年第7期。



中央银行联系在一起的。

（一）国外相关研究

1. 货币政策区域异质性的存在性检验

国外从20世纪四五十年代就开始关注货币政策对不同区域的影响差异，Scott[①]早在1955年就通过图示比较了不同行政地区和不同组别银行的自由储备的时间变动，结果表明公开市场操作在从中心市场向周边其他地区传导的过程中存在重要的时滞现象。19世纪70年代中期以后，伴随着信息经济学、制度经济学的发展，理论界对货币市场不完美性在货币政策传导过程中所起的作用有了新的理解，国外出现了研究货币政策区域异质性的热潮并取得了丰硕的成果。Garrison和Chang(1979)、Beare(1976)、Mathur和Stein(1980)、Garrison和Kon(1983)等学者，运用圣路易斯模型回归居民收入（或就业）与政府税收、政府支出以及联邦货币，来分析货币政策的区域影响。Carlino和DeFina(1996, 1998a, 1998b)[②]的研究中，用SVAR(Structural Vector Autoregression Models)对美国48个洲1958年1季度—1992年4季度的数据进行了分析，他们选择各州的实际个人收入作为被解释变量，把联邦基金利率作为衡量货币政策的指标。统计结果表明，联邦基金利率1个未预期到的百分点增加，各州实际收入趋于下降，最大的响应出现在政策冲击后的第8个季度。但是，各州对货币政策反应的差异是明显的。响应最大的密歇根州要比响应最小的奥克拉哈玛州超出2.73%，而各州平均响应程度是1.16%。大湖地区的各州对货币政策冲击的响应最大，而西南地区各州的响应最不灵敏。Owyang和Wall(2003)[③]通过对美国8大经济区的分析表明，各地的生产总值、个人收入、失业率和通货膨胀率面对同一货币政策做出的反应及其程度存在显著差异。

随着欧洲经济与货币联盟的发展，学者们对欧洲中央银行统一的

① Scott. William A, Reliability of Content Analysis: The Case of Nominal Scale Coding, *Public Opinion Quarterly*, 1955(19).

② Carlino. Gerald and DeFina. Rober, The Diferential Regional Effects of Monetary Policy — evidence From the U. S. States, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working paper*, 1998.

③ Owyang, M. T., H. J., Wall Regional Disparities in the Transmission of Monetary Policy, FRB St Louis, *Working paper*, 2003.



货币政策是否会在成员国产生不同效果进行了思考。*Huchet*(2003)① 对欧洲货币联盟(EMU)中各国经济对单一货币政策反应进行了研究，结果发现，只有未预期到的单一货币政策冲击才会对欧洲各国的经济产生影响，而扩张货币政策与紧缩货币政策的冲击存在地理上的非对称性。法国、德国、西班牙和奥地利对未预期到的紧缩货币政策反应更加敏感，而比利时和意大利则对未预期到的扩张货币政策反应更加敏感。由于使用线性(Linearity)与非线性(Non-Linearity)两种分析方法得出的结论不同，对荷兰与芬兰的分析则是不确定的。

学者们还证明了货币政策区域异质性不仅在大国内部存在，在一些小国家的内部也同样存在。Arnold. J. M. 和 E. B. Vrugt(2002)② 对荷兰的研究也表明了货币政策存在区域异质性差异的问题。Fielding 和 Shields(2005)③对南非共和国 9 个省 1997—2005 年的研究表明，购买力平价理论(PPP)不太可能对同一个货币区不同地区的所有商品都成立，货币政策变化会对各地区的相对价格水平产生巨大且持续的影响。

2. 对货币政策区域异质性产生渠道的研究

国外有关货币政策区域异质性产生原因的研究在规范和经验研究两方面都在不断发展过程中，尽管不同的学派采用了不同的理论基础和分析方法，但是其中的原因分析都集中表明货币政策区域异质性与货币政策的传导渠道密切相关。

根据货币政策传导渠道的不同，我们将其分为三类进行总结：第一，利率渠道对货币政策区域效力的解释。Britton 与 Whitley(1997)④ 承担的英格兰银行的一项研究表明贷款利率渠道的趋同与否对统一货

① Mariyne Huchet, Does Single Monetary Policy Have Asymmetric Real Effect in EMU?, *Jounral of Policy Modeling*, 2003(25): 151－178.

② Ivo J. M. Arnold, Evert B. Vrugt. Regional Effects of Monetary Policy in the Netherlands, *International Journal of Business and Economics*, 2002, 1(2).

③ Fielding, David and Shields, Kalvinder, The Impact of Monetary Union on Macroeconomic Integration: Evidence from West Africa, *Economica*, 2005, 72(288).

④ Britton, Erik, John Whitley, Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany, and the United Kingdom: Some Issues and Results, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 1997(37).



币政策的非对称效力将产生根本性的影响。针对 EMU 成员国的多项研究证实了利率渠道对各国的冲击存在明显的异质性这一理论观点。第二,信贷渠道对货币政策区域效力的影响。Kashyap 和 Stein(1997)①等人认为货币政策传导的微观机制差异是造成单一货币政策效力差异的主要原因,他们通过对 EMU 各国金融中介的差异、企业和居民户的负债水平和结果等因素导致欧元区各国单一货币政策的信贷传导渠道的国别差异进行了分析,发现信贷传导渠道在意大利较为显著,而在法国、德国和荷兰等国的作用却相对不那么明显。Owyang 和 Wall(2003)对美国 8 大经济区的研究表明利率渠道和信贷渠道都对美国货币政策区域异质性有一定的解释力。第三,汇率渠道对货币政策区域效力的影响。Gergopounds(2001)②对加拿大中央银行货币政策区域异质性进行了实证研究,发现也存在区域异质性。但是无论是存在小样本偏差问题的小样本检验,还是采用省级月度就业数量的大样本分析,都没有证实利率渠道、信贷渠道和汇率渠道对货币政策区域异质性的解释能力。

目前,国外有关货币政策传导渠道对房地产市场的区域异质性的研究还很少,Michael 和 Scott(1999)③通过建立 HAVAR 模型,证明了地区异质性在货币政策对地区房地产市场影响中的重要性。模型将全国性的货币政策与区域房地产市场结合分析,并对货币政策的时滞性做出了解释。

3. 货币政策区域传导渠道效率的影响因素研究

Carlino 和 DeFina(1996,1998a,1998b)④的研究表明货币政策区域异质性和制造业产值份额正相关,小企业的集中程度对其没有显著的

① Kashyap, Anil K, Jeremy C. Stein, The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implication for European Union, *Economic Perspectives*, 1997.

② George Georgopoulos, Measuring Regional Effects of Monetary Policy in Canada, *International Advances in Economic Research*, 2001(7).

③ Michael Fratantoni, Scott Schuh, Monetary Policy, Housing Investment and Heterogeneous Regional Markets, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? Abstract id = 214870, 1999(10).

④ Carlino G. erald and DeFina. Rober, The Diferential Regional Effects of Monetary Policy — evidence From the U. S. States, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working paper*, 1998.



影响。而小银行的集中程度会降低各州对货币政策冲击的反应灵敏性。Owang 和 Wall(2003)①对比研究了美国 1960—2002 年以及 1983—2002 年的两组样本发现,在由货币政策引起的经济衰退中,经济衰退深度(Depth)的区域差异和银行部门的集中度相关,而经济衰退总成本的区域差异和工业构成(制造业比重)相关。Ivo J. M. Arnold 和 Evert B. Vrugt(2004)②运用 VAR 模型和 IFR 实证检验了德国 1970—2000 年利率冲击对地区产出的影响。他们发现在德国,货币政策的区域异质性与产业的组成结构相关,而和企业规模和银行规模不相关。此外,他们还考察了荷兰 1973—1993 年货币政策的区域异质性。运用地区和行业相结合的方法(Region Sector Combinations)证实了荷兰各地区之间存在的货币政策区域异质性和工业构成相关,而利率系数的差异主要是由行业效应造成的。此外,他们还从欧盟最大的 5 个成员国中选择了 58 个地区,研究发现这些地区之间存在显著的区域异质性,这种效应和区域的产业构成高度相关。

(二)国内相关研究

对于货币政策效果的地区差异研究,国内还处在对差异现象的归纳总结阶段,实证研究还很少。学者们的定性研究主要涵盖了以下三方面内容:(1)对中国货币政策区域异质性的产生原因的分析与总结。覃道爱(2004)③认为中国货币政策效应地区差别是基于以下几个原因:各具特色的经济体系和经济发展水平的差异、居民收入水平和企业组织规模的差别、各地金融机构经营状况、金融服务组织体系的完善程度、金融市场的发育程度以及经济货币化程度和对资金吸纳能力的不同。周孟亮、王凯丽(2006)④认为投资、消费利率敏感性、经济开放程度、企业融资结构、微观主体金融努力度等的区域差异是我国货币政策

① Owyang, M. T., H. J., Wall Regional Disparities in the Transmission of Monetary Policy, FRB St Louis, *Working paper*, 2003.

② Ivo J. M. Arnold, Evert B. Vrugt, Firm Size, Industry Mix and the Regional Transmission of Monetary Policy in Germany, *German Economic Review*, 2004. 5(1).

③ 覃道爱:《货币政策效应在欠发达地区有弱化的趋势》,《海南金融》,2003 年第 9 期。

④ 周孟亮、王凯丽:《货币政策传导机制理论中的结构因素及其应用分析》,《中央财经大学学报》,2006 年第 1 期。



传导过程及其效果区域差异化的主要影响因素。(2) 对特定区域实施一定差别的货币政策的必要性、可行性的论证。如,张志军(1999)①指出,随着我国东西部经济转轨不同步性状况的加剧,统一的利率政策与存款准备金政策等不利于地区经济的协调发展,因此有必要对其进行调整。孙天琦(2004)、田雨(2005)从统一货币政策如何关注区域经济发展不平衡的角度,提出了在货币政策统一性前提下,货币政策工具部分内容区域差别化处理的可能性与必要性。(3) 对如何实施区域异质性货币政策的措施建议。如,李成和赵鹏(2002)、周立和王子明(2002)、肖建国(2004)、周好文和钟永红(2004)等国内学者均认为我国货币政策需要向欠发达地区倾斜。骆玉鼎(1998)②以最优货币区理论为基础,认为在我国这一区域经济发展非均衡的统一货币区域内,必须借助于政府的宏观调控手段,例如用行政手段规定非政府信用的流向和流量,直接利用政府信用弥补非政府信用的缺口,或者为非政府信用的定向投放提供某种诱导和担保。

在实证研究方面,王剑、刘玄(2005)③根据 1997 年 1 月—2004 年 8 月的样本数据对货币政策传导的地区差异问题作实证研究,结论表明东部地区在货币政策传导速度和深度上都大大优于中西部地区。丁文丽(2005)④使用了基于非利普斯-罗利坦的动态分布滞后模型,协整关系检验和因果关系检验表明我国各区域之间的信贷供给量与经济增长、物价稳定之间的影响关系确实存在着较为显著的差异,从而证实了货币政策存在区域异质性。宋旺和钟正生(2005)⑤以最优货币区理论为基础研究了货币政策区域异质性,使用了 M2 为货币政策衡量指标的 VAR 模型和 IFR 检验,从静态和动态两个角度对此进行的定量分

---

① 张志军:《中央银行应注意金融调控的地区差别性》,《理论研究》,1999 年第 6 期。

② 骆玉鼎:《区域经济发展不平衡与货币总量调控的局限性——最适货币区理论对宏观政策选择的启示》,《中央财经大学学报》,1998 年第 3 期。

③ 刘玄、王剑:《货币政策传导地区差异:实证检验及政策含义》,《财经研究》,2006 年第 5 期。

④ 丁文丽:《转轨时期中国货币政策效力的区域差异研究》,中国社会科学出版社 2005 年版。

⑤ 宋旺、钟正生:《我国货币政策区域异质性的存在性及原因——基于最优货币区理论的分析》,《经济研究》,2006 年第 3 期。



析证实中国货币政策在东部、中部和西部地区存在显著的区域异质性。这种差异表现在货币政策单位 Cholesky 正向冲击标准差新息(Innovation)的最大响应、最大累计响应和累计响应基本稳定的时期等三个方面。他们的研究还表明信贷渠道和利率渠道是导致中国货币政策区域异质性的主要原因。

三、货币政策对房价波动的区域异质性研究

虽然国外研究房地产市场和货币政策关系的文献相对较多(Aoki et al., 2002;Macro Del Negro,2005;Iacoviello and Minetti,2007),但将区域异质性因素纳入到货币政策对房地产市场影响的研究却十分有限,且研究区域也仅仅局限于欧美等经济发达地区。如,Marco Del Negro & Chirstopher Otrok(2007)[①]运用 VAR 模型分析了扩张性货币政策对 1986—2004 年期间美国 48 个州房价波动的影响,结果显示政策冲击对房价的影响甚微,而区域性因素则是影响历史房价走势的主导因素。Isabel Vansteenkiste(2007)[②]使用全局自回归(Global Vector Autoregression)模型分析得出了和 Negro & Chirstopher Otrok(2007)相似的结论,并进一步指出相邻的地区之间还存在房价的溢出效应。

综观国内的研究成果,与本书研究问题最相关的文献可能是周京奎(2005)和梁云芳和高铁梅(2007)的两篇文章。周京奎(2005)[③]利用住宅价格模型对于中国四个直辖市货币政策、信贷规模和房价的关系进行了实证研究。文章利用各地月度数据,对 2001 年 6 月—2004 年 8 月期间北京、天津、上海、重庆四个直辖市的房价与货币政策等之间的关系进行了研究。文章得出的结论是这四个省市的住宅价格受信贷和人们预期的作用均偏离长期均衡值,市场出现了非理性繁荣,认为应该降低房地产业的金融支持力度,实行有限度的偏紧的货币政策。相比

① Marco Del Negroa, Christopher Otrok, Monetary policy and the house price boom across U.S. states, *Journal of Monetary Economics*, 2007(10), 54(7).

② Isabel Vansteenkiste, Regional housing market spillovers in the U.S. — lessons from regional divergences in a common monetary policy setting, European Central Bank, *Working Paper*, Series 708, 2007.

③ 周京奎:《货币政策、银行贷款与住宅价格》,《财贸经济》,2005 年第 5 期。



之下，梁云芳和高铁梅(2007)[①]的研究扩大了样本范围并增长了时间跨度，文章使用全国28省市1999—2006年度数据构建Panel Data模型，得出了我国政府实施的信贷政策对调控东、西部地区的房价有效这一结论。但文章的侧重点在于研究区域间房价波动差异，对货币政策的研究仅使用信贷规模这一变量，忽略了多种货币政策工具间的相互影响，单一性的分析使得实证结果较容易产生系统性偏差。

四、文献述评

纵观国内外相关研究的现状，我们认为当前国内外学者在该领域的研究主要呈现以下几个特点。

首先，在研究内容方面，国内外学者对货币政策、房地产市场、货币政策传导渠道的问题研究较为系统，理论研究较为深入，实证研究涉及货币政策对房地产市场影响的方方面面。理论基础研究上面，主要涉及了对房地产参与主体行为、货币政策传导机制对货币政策调控效率、货币政策传导渠道效率的影响因素等问题；实证研究方面，国内外学者注重从研究对象的经济环境和发展特点出发，在选取房地产市场的影响因素、区域经济体金融努力度、货币政策等变量的基础上，构建时间序列模型，定量测度货币政策对房地产市场的冲击力度及速度。

其次，在研究方法方面，国内外学者研究货币政策对房地产市场效力的方法经过了理论分析—实证分析—理论与实证相结合的发展历程。理论研究在货币学派、新古典综合学派的货币政策传导机制方面，融入了区域信贷配给、信息不对称、金融摩擦等最新的理论经济学发展要素，使得理论模型对现实经济问题的解释、分析更加合理。实证分析中，从最初简单的线性回归分析演变为现在比较主流的时间序列的趋势分解法、季节调整法、面板数据分析、协整分析、VECM分析、脉冲响应函数等。可以说，当前学者研究房地产市场的方法更加合理、更加多样。

再次，在国内外研究差异方面，国外学者研究货币政策与房地产市场的关系远远早于国内学者，对基础理论的研究更为深入及有针对性，

① 梁云芳、高铁梅：《中国房价波动区域差异的实证分析》，《经济研究》，2007年第8期。

而国内学者在用理论模型对二者间关系进行分析时，往往直接借用国外股票市场的相关理论。在实证分析中，国外学者注重对研究对象及模型方法的选择，相对而言，国内学者对实证分析方法的选择及变量的筛选过程论证较为笼统，这在一定程度上影响了分析结果的可信度。

第三节 研究目标、研究方法与技术路线

一、研究目标

本书的研究目标大致可分为五部分：首先，以房地产市场的区域特质为逻辑起点，融入最优货币区理论，分解出货币政策对房地产市场的影响渠道及作用机理，为货币政策对房价波动的区域效力差异研究提供一个前瞻性的理论支持；第二，联系中国货币政策实施的实际情况，检验中国区域间房价波动的非对称性是否显著；第三，利用 PVAR 模型、脉冲响应、方差分解等计量方法，检验中国货币政策及其各传导渠道对东、中、西部房地产市场的效力是否存在区域差异，并从货币政策对区域房价的冲击深度差异和冲击速度差异两个方面，进行区域间的比较分析；第四，联系中国区域房地产市场发展实际提出若干研究假设，结合上文对 PVAR 模型的响应分析，挖掘造成房地产市场上货币政策传导效力区域差异的深层次原因，并从区域房地产市场结构、市场微观主体（企业和居民）、区域间金融成长差异三大方面对货币政策传导效力的区域差异进行现实解释；最后，针对货币政策作用房价的区域效力差异问题，提出如何改善货币政策对区域房地产市场的调控，促进区域间房地产市场协调发展的政策建议。

二、核心概念界定

随着国内关于房价与货币政策的现实关注和理论研究的丰富，对于本书所涉及相关概念的范围、定义与内涵有了不同的认识，并产生了一些误解性的争论。为了避免因概念理解不同而产生分歧，本书有必要先对文中的一些核心概念做出界定和说明。



（一）房价波动

房价是房价与地价的统一体，国内外学者直接对房价波动的研究较少，一般是通过对房地产周期的研究来考察房价波动。目前对于房价波动的认识，理论界主要存在两种观点：一种观点认为从长期来看，房地产业的发展有一个平滑向上延展的长期趋势，房价波动就是房价围绕其长期趋势上下震荡形成的经济运行状态；另一种认为房价波动是指在房价变量在时间序列上呈现上下震荡的运行状态。前一种是相对增长趋势而言，为狭义的房地产波动，后一种强调的是房地产经济水平的波动，属于广义的范畴。很多学者为简便起见，在研究围绕长期趋势线上下震荡的房地产波动时，常将长期趋势看作一条直线。而实际上，在各种因素的叠加作用下，房地产的长期增长趋势本身也可能呈现出不同的波动形态，基于此，本书对房地产波动的界定与后一种广义波动观相一致。

（二）区域划分

货币政策区域异质性研究比较理想的分析单位（Unit）是各国内部的州和省，但是对于一个有着数量较多的州或者省的大国而言，基于州和省的方程会导致很大的模型识别问题（Ivo J. M. Arnold & Evert B. Vrugt，2002）。因此，在大国研究中，还会对这些单位进行一定程度的汇总，相关的指标也进行加权处理。Schnure（2005）和Beatriz Larraz & Jose Alfaro（2008）认为对区域房地产市场的研究，应以区域的空间位置及经济发展特性相似度为准则对其进行分组分析。

本书一方面考虑到我国地貌西高东低，并在自然环境和社会环境因素叠加的情况下，形成了东高西低的区域经济发展阶梯，另一方面考虑到增强与以往研究的衔接和可比性，本书沿用国家宏观经济政策制定部门传统的区域经济划分方法，将全国30省市及自治区（排除经济数据较难获得的西藏自治区）分别归类为东部、中部和西部三大区域（区块），其中：（1）东部地区包括11个省、直辖市、自治区，分别是辽宁、北京、天津、河北、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、海南；（2）中部地区包括9个省、自治区，分别是内蒙古、山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南；（3）西部地区包括10个省、直辖市、自治区，分别是陕西、广西、甘肃、青海、宁夏、新疆、四川、重庆、云南、贵州。



（三）货币政策的区域异质性

货币政策区域异质性研究的理论渊源是货币政策的非对称效应。货币政策非对称效应的概念最早见于 Cover(1992)在 1992 年发表的论文《正向和负向货币供给冲击的非对称效应》中，之后这一概念为理论界所普遍接受，并且伴随着研究的深入，货币政策非对称效应的内涵被扩展至不同维度(参见 Karras&Stokes, 1999; Bullard&Keating,1995; Thoma, 1994; Huchet, 2003)。根据货币政策的适用条件，可将其分为四类：(1) 在时间层面上，经济衰退期货币政策的效果强于繁荣期货币政策效果；(2) 在区域层面上，金融发达地区的货币政策效果弱于金融欠发达地区的货币政策效果；(3) 在产业层面上，货币政策对低有形资产比重产业的作用效果强于高有形资产比重产业；(4) 在企业层面上，货币政策对中小型企业的影响强于大型企业。

货币政策的区域异质性是指由于区域经济发展水平的差异，由中央银行实施的统一的货币政策将导致各区域间在经济增长、就业以及物价水平等宏观经济指标体现出不同的政策效果。本书以货币政策的区域异质性为假设前提，将区域异质性与动态的时序分析、中观的产业分析和微观的企业分析相结合，具体研究我国货币政策对房价波动影响的区域异质性问题。

（四）货币政策对房价的传导机制

货币经济学中所定义的货币政策传导机制，是指一定的货币政策手段，通过经济体制内的各种经济变量，最终影响整个社会经济活动以实现货币政策目标的传递过程。简而言之就是从中央银行货币政策工具的实施到实现货币政策最终目标的中间过程。货币政策的有效性取决于货币政策传导机制是否完善和通畅。

因为本书研究对象为房价这一宏观经济指标，因此，借鉴传统的货币经济学中传导机制的概念，定义货币政策对房价的传导机制为：货币政策工具信号通过经济体制中各经济变量的相互影响，最终传递到房地产市场，影响房价的全过程(参见图 1－1)。货币政策对区域房价的传导机制依赖于区域经济体制中各经济部门和机构的行为来实现。



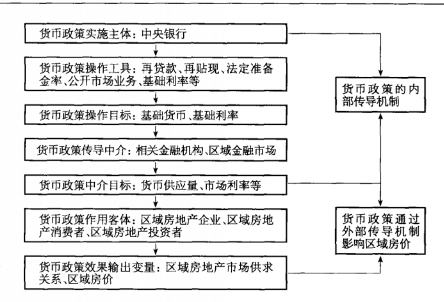


图 1-1　货币政策对区域房价的传导机制图

三、研究方法

本书力求采用系统的理论规范分析方法，问题的提出、分析、解决都建立在严密的理论推导基础之上；大量的数据实证和模拟分析则为进一步分析问题提供了依据。本书在研究方法上体现出以下特色。

（一）规范分析与实证分析相结合

本书在写作过程中既运用了理论层面上的规范研究，又融入了实践层面上的实证研究，对实际调查的数据进行分析，尽量做到理论与实践相结合，增强文章的可读性与可信性。

（二）系统分析与重点分析相结合

书中各部分之间及每部分的不同章节之间有些是需要重点阐述的，有些则是需要阐述但非重点的，因而在写作时先强调内容的全面性和整体性，再突出研究的重点，避免面面俱到，不分主次。同时又保证了思维的严密性。

（三）定性研究与定量研究相结合

本书以严密的理论演绎为基础，通过查阅和调查大量事实性数据，

对我国货币政策对区域房地产市场效力差异定量研究，再在定量研究的基础上结合在我国区域房地产运行状况对货币政策效力异质性进行解释，从而使对问题的分析做到在定性的基础上定量，在定量的基础上定性，质和量达到统一。

四、技术路线

章节	拟解决的主要问题
第一章：导论	为什么要研究货币政策？本研究的关键问题有哪些？
第二章：货币政策对房价波动区域异质性的理论分析	货币政策影响房价的传导渠道有哪些？货币政策传导渠道与货币政策效力有何关联？
第三章：货币政策对我国房地产市场的宏观调控历程	我国货币政策对房地产市场调控经历了怎样的过程？
第四章：我国房价波动区域异质性的经验证据	全国、区块、省市三个层面上的房价波动各有怎样的特征？
第五章：货币政策对房价波动区域异质性的存在性检验	不同区域上各货币政策工具对房价冲击深度、速度有哪些差异？
第六章：货币政策对房价波动区域异质性的产生原因	如何解释货币政策对房价波动区域异质性的产生原因？实证结论又是否能为理论解释提供支持？
第七章：研究结论、政策建议与未来展望	根据本文结论能获得哪些政策启示，本研究的未来深化方向。

图 1-2 研究框架与技术路线图



五、研究创新

本书是国内最早从区域异质性角度研究货币政策对房价波动影响力的著作。全书始终将理论与实证紧密结合，对货币政策对区域房价波动的效力异质性问题进行了严密的理论推导和科学的实证演绎。

（一）理论创新

本书首先将凯恩斯学派、货币学派和金融中介学派中的货币政策传导机制理论与房价周期波动理论相结合，分别建立利率渠道对房价的静态传导机制模型和信贷渠道对房价的动态传导机制模型。在此基础上，融入最新的最优货币区理论和金融市场摩擦理论观点，整合两大货币政策传导渠道，构建出区域房价对外生性货币政策冲击的动态响应模型。该模型通过将房地产的双重属性、异质企业投资滞后和金融加速器效应引入模型系统，从时间、市场、产业和企业四个维度上解释货币政策对区域房价波动的非对称效应。从理论角度证明外生性货币政策冲击对房价的影响依赖于区域市场的内生性特质这一命题。

（二）实证方法、角度创新

首先，本书利用单位根、区域间协整分析、格兰杰因果检验等时间序列分析方法，从全国、区块和省市三个层面论证我国区域间房价波动的长期非均衡性的存在。

其次，选用将面板分析和时序分析相结合的前沿的计量分析模型——面板向量自回归（PVAR）模型，在综合考虑区域异质性特征的基础上，测度各区域房价对货币政策工具的冲击动态响应值，并比较得出各类货币政策工具对不同区域房价影响力度的相对大小。

最后，本书以货币政策对房地产市场的传导路径为逻辑纽带，从传导的市场环境——各地区房地产市场结构状况，传导的受体——企业和居民消费行为，传导的中枢——金融机构与金融市场这三个角度，创新性地对区域房价对统一性货币政策动态响应差异的产生原因进行了理论假设和回归检验，所得出的研究结论具有针对性和说服力。

（三）观点创新

本书在科学的理论和实证方法的指导下，形成了以下几方面较有

新意的研究观点：

1. 在区域间房价波动方面，认为我国东、中、西部地区的房价波动存在着长期均衡关系及梯度的“空间扩散”效应。东部地区和中部地区房价的变动可以带动西部地区房价的变动，但是西部地区房价的变化却不足以影响到东部地区房价和中部地区房价波动。也就是说，房价高的地区的房价会对房价低的地区的房价产生梯度的“空间扩散”效应，拉动低房价地区房价的上涨。

2. 在货币政策对房价的区域效力异质性方面，研究认为在不同区域上，能引起当地房地产市场均衡价格发生深层次调整的货币政策工具各不相同。第一，东部地区房价对利率政策工具的反应最为敏感；第二，信贷政策对中、西部房价的持续约束力显著；第三，不同区域上对房价累积效力最大的货币政策工具各有不同。

3. 在货币政策对房价的区域效力异质性的产生原因方面，从房地产市场结构、居民消费模式及金融市场结构三方面采集了大量的一手数据进行了理论假设、图表分析和实证检验。研究表明：区域房地产市场规模和企业经营管理水平是利率渠道发挥效力的关键因素；我国居民的住房消费水平与货币供给量对区域房价的调控效力具有显著相关性；而当区域内银行机构数量较多时，信贷政策收紧的效力可被银行间信贷资金的高流动性给削弱。

第二章　货币政策对房价波动区域异质性的理论分析

货币政策对房价波动的完整论述包括两个问题：一是，货币政策是否会对房地产市场产生系统性影响。因为房地产作为国民经济的支柱型产业，货币政策对房地产市场的最终影响会是货币政策影响产出的一个重要组成部分，因而该问题包含在货币效力是否中性的研究框架中。二是，货币政策是如何通过一系列中间过程对房地产市场的投资与需求产生影响，并最终影响房价。该问题与货币政策传导机制理论的研究紧密相关。货币政策对房价的传导途径中包含中间变量结构和中间机构结构，这些中间变量与中间机构之间的相互协调作用会对传导机制的完善性、通畅程度产生影响，并最终对房地产市场结构调整的深度、时滞及持续性起着决定性的作用。

本章第一节主要阐释房地产市场的宏观调控与房地产周期波动的理论关联性。第二节以货币政策传导环节为主线，归纳出货币政策传导机制的运行框架，为后文中货币政策对房价传导的规范及实证分析作一理论铺垫。第三、四节在利率及信贷两大货币政策传导渠道的理论基础上，细化分析其各自对房地产市场各微观主体的作用效应。第五节再将利率及信贷两种货币政策作用机制纳入统一的房地产周期波动的动态均衡模型的分析中，从理论上解决外部的货币政策冲击是如何通过房地产市场内在传导机制对房价波动周期和波动形态产生影响。



第一节　宏观调控与房地产经济周期波动原理

房屋是一项使用年限长、价值量巨大的耐用品。根据联合国统计，

世界各国以房地产形式所形成的固定资产占同期形成的固定资产总值的50%以上。但由于市场机制的内在缺陷和受外部各种因素及条件的影响，房地产市场在许多领域都会出现市场自身无法解决的难题。比如供求关系总量方面的失衡、建筑质量不高、投资结构不合理等等。因此，加强政府对房地产经济的宏观调控和引导是优化房地产资源配置，推动房地产业良性发展的迫切要求和重要内容。

一、房地产市场宏观调控理论

房地产的宏观调控也可称为政府调节或政府干预，具体是指政府根据房地产业发展现状和预警监督指标的变化规律，通过经济、法律，并辅之以计划与行政的手段和机制，对整个房地产行业和房地产经济运行所进行的宏观调节和控制，其目的在于发挥房地产在整个国民经济中应有的作用，保证其健康发展。国家对房地产的宏观调控包含房地产业的整个链条，即对土地的利用、开发建设、规划设计、经营管理、出让交易、筹资融资、税种税率、产权登记、房产评估等房地产业所设计的各个环节，从系统、综合和全局的角度进行政策引导与调节管理。[①]

（一）房地产市场宏观调控的经济手段

房地产市场的宏观调控可以通过经济、法律、计划和行政手段实现。在实践中，对房地产业的宏观调控往往是多种手段的结合：在房地产市场发展初期，政府多偏向于行政手段、法律手段、税收手段等进行市场干预，调控房价；而当房地产市场发展逐步稳健和完善之后，则多偏向于以经济政策手段调控房价。经济政策手段是通过调整各市场主体的物质利益关系，影响经济行为的一种宏观管理手段。它具体又分为财政、货币、税收、价格、投资政策等。后文中我们将着重介绍房地产宏观调控的货币政策手段。

（二）房地产市场宏观调控的作用时滞

政府从制定各种有关房地产经济的宏观经济政策到这些政策取得预期效果的时间间隔或时间差异称为宏观调控政策的作用时滞。研究



① 丁芸、武永春：《房地产经济学》，首都经济贸易大学出版社2008年版，第330页。

宏观调控时滞对房地产经济宏观调控具有重要的现实意义，这是因为，政府在政策制定和执行时主要依据的是历史及当前的房地产经济运行状况，但政策的制定和执行过程需要一定的时间。而房地产市场运行本身也在不断的运动和变化过程之中，如果政策的效果在不适当的时间完全显现出来，将会干扰房地产经济本身的运行，扩大房地产市场的波动幅度。通常宏观调控时滞可分为两部分进行测算：

1. 内在时滞

它是指从经济现象发生变化，需要采取政策措施加以调控或引导，到政府实际上采取对策的时间过程。整个内在时滞所需时间长度既取决于政府收集资料、研究情况和采取行动的效率，也取决于当时政府与经济目标。

2. 外在时滞

它是指从政府改变或制定宏观经济政策到这些政策对房地产业产生影响，使房地产商和消费者改变其投资决策，从而对整个房地产市场产生影响力所耗费的时间过程。这一过程的长短取决于房地产商及其他相关产业的生产者对宏观经济政策反应的敏感度。它受房地产产业结构及各经济主体行为因素的影响较大，政府不易控制。

（三）房地产市场宏观调控的结构效应

1. 时间结构效应

通常来说，某一具体的宏观经济政策的实施均要经历政策出台、政策完善、政策成熟和政策蜕化四个阶段。在不同的阶段，政策的实际效果也有所不同，政策完善和政策成熟阶段的政策效果往往要强于政策出台阶段和政策蜕化阶段。新政策刚出台时可能由于其本身尚不够完善，或受到其他相关政策的历史惯性的干扰，政策效应在刚开始时尚不能正常发挥作用。随着对新政策的修正补充、原有政策潜在影响的淡化以及人们对新政策理解和认识的深化，政策效应逐步的充分发挥出来。当货币政策实施进入成熟阶段，其实际效果可能接近甚至超过政策设计的预期目标。在政策经历过成熟阶段后，效力就开始衰退，并且随着新的事件或新的事态的出现，它也需要由更新的政策所取代，此时，原先的政策就自然进入了蜕化阶段。

2. 空间结构效应

任何国家的房地产经济宏观调控政策的实施都是在不平衡的空间中进行的，但这一空间的定义可能以城市为单位，也可能以省市或更大的经济地理区域为单位。区域市场发展的不平衡主要是由生产力布局的差异、经济社会环境的差异与人口结构差异等因素造成的。房地产物业所特有的不可移动性特征也会使得这种区域差异更为明显。而一项全局范围内经济政策的制定，往往所依据的是一定时期房地产业发展的一般状态，所要解决的也是带有普遍意义的一些共性问题，这些房地产区域市场发展差异就使得各个子市场的经济主体对经济政策设计的认同度、理解力与适应性不同，从而使得各个区域所产生的政策效果亦不相同，有的地区政策效应明显，有的则可能达不到政策预期效果。这种政策在空间上分布的不平衡，可以称之为房地产经济宏观调控措施的空间结构性效应。

二、房价周期波动的一般原理

（一）房价波动的因素分解

从统计学意义上看，根据波动的成因，可将房价的总波动分解为长期趋势、季节波动、周期波动和不规则波动四种类型的分量，即：

房价波动＝f(长期趋势、周期波动、季节波动、不规则波动)

1. 长期趋势：房价增长的长期趋势主要受人口的自然增长、资本积累、技术进步等因素影响。通常来说，一个产业会经历从新生、成熟、发展直至饱和的阶段，在各阶段上，产业的上升速度并不一致，因此增长趋势往往呈现出S形曲线的特征。

2. 周期波动：也被称为景气循环，是指房价的实际增长与预期的长期趋势之间的偏差。与宏观经济循环相比，房地产业周期波动有如下特征：(1) 后于宏观经济进入复苏期；(2) 先于宏观经济进入繁荣和衰退期；(3) 房地产业的萧条期长于宏观经济；(4) 波幅较大，波峰高于宏观经济，波谷低于宏观经济。①



① 余宏：《房地产经济学》，人民交通出版社 2008 年版，第 207 页。

3. 季节波动：是指在一年以内房地产业经济活动所呈现的季节性规律变化而导致的房价的季节性波动。例如每年的春秋多雨季节，房地产新开工面积会减少。又如，每年的七、八、九月份会是学生租房的高峰时期。

4. 随机波动：是指房地产经济运行中可能会遭遇的一些突发性、偶然性的随机干扰事件，这些波动发生的时间和强度对房价造成的影响是难以预测和控制的。

（二）房价周期波动的冲击—传导机制

对于经济周期的波动机制，现有的经济周期理论大致可以概括为冲击—传导学说（萨克斯、拉雷恩，1997）。随后庇古在 1927 年又进一步指出，引导经济波动的原因有内外部两个方面：首先，作为引发经济运行初始动力的外部冲击（如货币供给量变化、心理原因等）；其次，决定经济系统以何种方式对外部冲击做出回应的内部环境，正是由于内部环境不同，才出现在相似外部冲击后会形成不同的经济周期波动。此后有关经济周期理论的研究均使用将外部冲击和内部传导相结合的分析方法，但在对内生因素和外生因素研究中的侧重点又有所不同。例如，凯恩斯主义的经济周期理论着重从经济系统内部的动态运行来分析和解释经济周期波动，认为外部冲击只是次要因素，只会对周期波动幅度等非周期性特征产生影响，其代表理论模型是萨米尔森的乘数—加速数模型。而新古典主义的周期理论则侧重从外生冲击角度研究经济体系的周期性波动。归纳起来，新古典主义经济学认为引起经济波动的外部冲击主要有三种形式：即影响经济产出的供给冲击、受宏观经济决策影响的政策冲击以及私人部门的需求冲击。

将冲击—传导学说应用到房地产市场中，可以把房价周期波动看成是房价在受外部性因素的冲击下，通过经济系统的内部传导机制，产生的具有周期波动特征的运行轨迹（也可称为响应曲线）。房价周期波动的冲击-传导过程大体可划分为以下四个阶段：



1. 外部冲击阶段

外部冲击是实际供求模式变迁、政策变动、经济增长方式转变等来

自房地产经济系统之外的变量对此经济系统产生的冲击。房地产经济周期理论中的一个二阶滞后的向量自回归外部冲击模型可以表示为：

$$X_t = a_0 + a_1 X_{t-1} + a_2 X_{t-2} + C_t$$

其中房地产经济变量 X_t 由两部分组成：一个是自身系统内部分量，也可称之为趋势分量，由 X_t 的滞后期 X_{t-1}，X_{t-2}表示；另一个是系统外部分量 C_t，也可称为周期波动分量，它代表外部冲击或干扰。根据不同的外部冲击类型，C_t 可表现为脉冲信号、阶跃信号、扩展冲击信号等多种形式。

2. 内部传导与初始响应阶段

该阶段房地产经济系统将利用内部传导机制将外部冲击转化为房地产经济系统运行的重要动力因素。房地产内部传导机制包括常见的房地产业关联机制、房地产市场供求机制、乘数—加速数机制、房地产业发展的上限—下限缓冲机制。①

3. 内部传导与振荡衰退阶段

受房地产经济系统内部运行阻力的影响，随着时间的推移，外部冲击对房地产经济系统的运行路径的影响将会逐渐衰减。具体表现为房地产经济变量指标波动的强度、振幅逐渐趋于稳定。

4. 恢复到冲击前的运行状态或进入新的稳态阶段

在房地产经济系统经历过振荡衰减后，会在某一时刻重新回到冲击前的运行状态中，又或在一个新的稳态水平上运行。

由此可见，房价在冲击机制与传导机制的交互作用下，会经历一个从稳态—波动—振荡衰退—稳态的过程。而当房地产经济系统受到连续不断甚至重复叠加的外部冲击时，房价会在冲击—传导机制下进入连续不断的波动循环之中，并由此形成房价周期（曹振良，2003）。②

① 房地产上限—下限缓冲机制，包括房地产业扩张上限与收缩下限两方面制约因素。扩张上限约束是指房地产生产要素供给方面（土地、开发资金等）和房地产需求方面（居民收入水平、通货膨胀率等）对产业增长速度形成的约束。收缩下限约束主要是指产业发展受住房基本需求和就业刚性等因素制约必须维持在一定的发展水平上。

② 曹振良等：《房地产经济学通论》，北京大学出版社 2003 年版。



第二节　我国货币政策传导机制与货币政策区域异质性

一、我国货币政策传导机制的运行框架

由于货币政策的有效性决定于货币政策传导机制是否完善和通畅，因此西方经济学家在构造货币理论时，均会相应提出自己的货币政策传导主张，阐述货币政策影响实体经济活动的过程和作用机制。

中国人民银行通过对货币政策目标体系的设定和监测来制定和执行货币政策，并通过对体系中各指标变量的衡量来分析货币政策的传导机制。随着货币市场的发展，我国已初步建立了“货币政策操作工具→操作目标→中介目标→最终目标”这一货币政策间接传导机制运行框架体系。

（一）货币政策操作工具类别

中央银行能够用以支配、影响经济运行的货币政策工具通常可分为一般性政策工具、选择性政策工具和辅助性政策工具。

1. 一般性货币政策工具及其操作特征

它以全部金融机构资产负债运营为对象，对整个经济的货币供给总量或信用总量进行调节和控制。法定存款准备金制度、公开市场业务和再贴现政策是三大传统的一般性货币政策工具。

面对不同的宏观经济发展环境，央行主要选用的一般性货币政策工具也有所不同：在1998年，中国人民银行取消了信贷规模控制，中央银行基础货币的主要形成渠道是外汇占款和对金融机构再贷款。从2001年开始，在国际国内因素共同作用下，我国国际收支双顺差格局加剧，外汇储备持续快速增长，外汇占款形成的基础货币投放规模越来越大。为保持货币供应总量的适度增长和国内价格的稳定，中央银行不得不在银行间同业市场被动进行对冲操作，通过公开市场操作保持基础货币的平稳增长和货币市场利率的相对稳定，公开市场业务成为人民银行货币政策日常操作的重要工具。

2. 选择性货币政策工具及其操作特征

它以特定资产负债运营或个别金融机构为对象，只影响特殊经济领域中的信用和货币供给状况加以调节和控制。主要包括消费者信用控制、证券市场的信用控制、不动产信用控制、优惠利率、预缴进口保证金等。其中，对不动产信用控制，主要是参照货币单一规则，把住房抵押贷款比例与房价指数挂钩，通过对按揭贷款比例、住房抵押贷款比例、土地抵押贷款比例的动态管理，来控制房地产资产的信用创造规模。

3. 其他辅助性政策工具及其操作特征

主要有窗口指导、道义劝告等。窗口指导是指中央银行根据产业行情、物价趋势和金融市场动向，规定商业银行每季度贷款的增减额，并要求其执行。道义劝告是指中央银行利用其声望和地位，对商业银行和其他金融机构经常发出通告、指示或与金融机构的负责人举行面谈，劝告起遵守政府政策并自动采取贯彻政策的相应措施。

（二）货币政策传导的目标体系构成

货币政策传导的目标体系可划分为最终目标、中介目标和操作目标三个层次。中央银行运用货币政策工具对操作目标实施影响，操作目标进一步引起中介目标的变化，最终对最终目标的实际经济变量产生影响。

1. 我国货币政策的操作目标——基础货币

操作目标是指货币政策工具变动所直接影响的变量，它和中介目标一起保证货币政策最终目标的实现。中国人民银行是基础货币的唯一提供者，中央银行可以通过调节基础货币的价格（如短期利率），或它的数量（如银行储备、外汇储备、净国内资产等）来影响货币供应量，进而影响整个社会的经济活动。

1998 年以来，中国人民银行对金融机构再贷款一度成为其投放基础货币的主要渠道。从 2001 年开始，在国内外因素的共同作用下，我国国际收支双顺差格局加剧，外汇储备持续快速增长，外汇占款形成的基础货币投放规模越来越大。为保持货币市场利率的平稳和货币供应总量的适度增长，中央银行运用正回购等本币公开市场业务操作进行



对冲。当前,公开市场业务已成为人民银行货币政策日常操作的重要工具。央行的公开市场业务操作包括两部分:一是在人民币债券市场进行的公开市场操作,二是在外汇市场进行的公开市场操作。基础货币供应渠道从再贷款到公开市场业务的变化,意味着货币政策调控从计划到市场的转变,强调了金融市场在对基础货币和货币供应量的调节中的载体作用。

2. 我国货币政策的中介目标——货币供应量

货币政策的中介目标是介于操作目标和最终目标之间,中央银行设置的可供观测和调整的可传导性金融变量。由于从中央银行货币政策开始启动到最终目标发生变化为止,要经过较长的时滞才能体现出来,并且货币市场上涉及经济主体种类繁多,信息不对称状况明显,非政府所能控制的各项变量对货币政策的干扰与影响往往难以预料,这使得货币政策操作具有很大的不确定性。而中介目标可以及时测定和控制货币政策的实施进度,并避免货币政策制定者的机会主义行为,强化社会公众对货币当局行为的观察和判断。

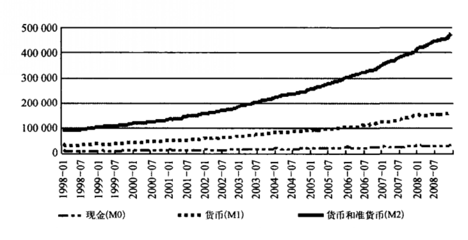


图 2-1 1998—2008 年月度货币供给量图 单位:亿元

数据来源:中国统计年鉴(1998—2008),中国金融年鉴(1998—2008)。



我国货币政策中介目标的选择,经历了从流通中现金到贷款规模再到货币供应量的转变。一定时期的货币供应量代表的是当时社会的

有效总需求量和社会购买力，在我国它的具体衡量指标包括流通中的现金(M0)、狭义货币(M1)和广义货币(M2)。

就近年货币政策执行情况来看，货币供应量指标呈现两个主要特点：

第一，货币供应量增长基本达到预计目标(见表 2-1)。

表 2-1　M1 和 M2 增长率目标值与实际值比较表　　单位：%

年　份	M1		M2	
	目标值	实际值	目标值	实际值
1998	17	11.9	16～18	15.3
1999	14	17.7	14～15	14.7
2000	14	16	14	12.3
2001	15～16	12.7	13～14	14.4
2002	13	16.8	13	16.8
2003	16	18.7	16	19.6
2004	17	13.6	17	14.6

数据来源：中国统计年鉴(1998—2004)，中国金融年鉴(1998—2004)，中国人民银行网站，http://www.pbc.gov.cn/。

第二，货币流动性呈现周期性变化趋势。M2 增速与名义 GDP 增速的差额是目前广为使用的衡量流动性过剩的指标。图 2-2 表明自

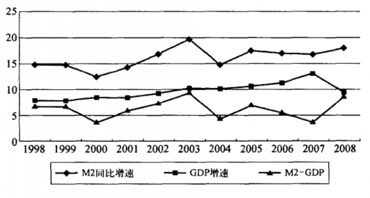


图 2-2　1998—2008 货币流动性指标示意图　单位：%

数据来源：根据《中国统计年鉴》(1998—2008)相关数据计算得。

1998 年以来，货币流动性呈现出了比经济增长更为明显的周期性变化。这一指标在 2008 年达到阶段性高位，为 8.8%。

3. 我国货币政策的最终目标选择

货币政策所要达到的最终目标包括稳定物价、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。对于任何一个国家的中央银行来说，这四个目标存在着此消彼长的关系，往往不能同时兼顾。不同的国家对这四个最终目标的侧重点是不同的，而且即使是同一个国家在不同时期所追求的货币政策最终目标也可能是不一样的。货币政策最终目标之间的矛盾增加了宏观调控的复杂性。

根据现代宏观经济理论，对货币政策最终目标的操作规则有两种对立的观点：凯恩斯主义的"相机抉择"理论和"规则"理论。"相机抉择"是指，中央银行根据一定时期的经济运行态势，采取不同的逆周期调节政策，以消除通货膨胀或通货紧缩的行为，熨平经济运行中出现的不可预测的冲击或波动。它是一种强调主动性、灵活性强的货币政策非中性理论。"规则"指的是中央银行在制定和实施货币政策之前，事先确定并据以操作政策工具的程度或原则。这两种操作规则历来是学术界争论的焦点。2004 年的诺贝尔经济学奖得主吉德兰德和普雷斯科特的重要贡献之一就是提出了"相机抉择"的"时间不一致性"问题，即在没有预承诺机制下，货币政策制定者在第 t 期所决定的将在第$(t+n)$期实行的政策可能由于经济运行环境发生改变将不再被执行。因此，政府对未来实行特定政策的承诺将不可信，也不会改变公众的预期，最终使货币政策失灵。从各国的货币政策调控经济运行的实践中看，中央银行几乎不能只遵从固定、机械的原则就能实现经济目标的。因此，货币政策规则应该是货币政策制定的基准或依据，而非政策操作严格遵守的不变准则(Christiano & Rostagno，2001)①。

关于中国转轨时期货币政策最终目标应当如何选择，理论界一直存在着单目标、双目标、多目标的争论。1995 年 3 月公布并实施的《中



① Christiano. L. and M. Rostagno, Money Growth Monitoring and the Taylor Rule, *ECB Workshop*, 2001.

华人民共和国中国人民银行法》规定我国"货币政策目标是保持货币币值稳定，并以此促进经济增长"，从法律上明确稳定币值为我国货币政策的首要目标，但不是唯一目标。

（三）货币政策传导所涉及的行为主体

货币政策传导可分为金融传导和经济传导两阶段。金融传导阶段也称为上游传导或一次传导，是指执行主体（中央银行）将货币政策意图通过金融价格（利率，资产收益率等）的信号和调节功能传递到中介机构（金融体系）的过程。经济传导过程是指金融机构通过向企业、居民配置金融资源，影响传导受体（企业和居民）的行为，从而对名义国民收入的变动起到调节作用的过程，又称为下游传导或二次传导。整个传导过程涉及执行主体、传导中介和传导受体三个行为主体。不同区域上这三个行为主体拥有不同的分布特征和行为偏好，因此他们对统一性的货币政策的反应并不一致，这就直接导致了货币政策传导效力的区域异质性。

1. 货币政策执行主体

中央银行在货币政策的机构传导过程中处于起点位置，它是货币政策的制定者和实施者，负责制定和执行国家的金融政策、法令，实施金融管理，维护金融稳定，防范和化解系统性金融风险。1998 年年底，中国人民银行参照美国联邦储备体系（Federal Reserve System）的大区行模式，撤销了 31 个省级分行，并根据地域经济相关性和金融监管的需要，成立了北京、重庆两个营业管理部和九大区行。中央银行从上到下分成了四个层级：总行—大区分行—中心支行—县支行。这就削弱了原省分行的权力，从而有效遏制了地方政府通过人民银行的各省分行来左右商业银行信贷投放的行为。货币政策上的决策权集中在总行，人民银行分支行作为中央银行的派出机构是地方金融体系的核心，起着上传地方经济金融信息，下达总行货币政策意图的重要作用。其传达货币政策意向的及时性和反馈货币政策实施效果对于人民银行总行缩短货币政策的认识和决策时滞，提高货币政策执行效率有着重要作用。



鉴于在实践过程中大区分行和中心支行对货币政策执行协调度不

一致的问题，自 2004 年 5 月 1 日起，总行将货币信贷职能由此前的大区管理，改为由省会中心支行负责。从此，九大区行只负责所在省的货币信贷工作，各省中心支行直接对总行负责，中心支行与省内各地市支行的上下级隶属关系也重新确立。

2. 货币政策传导中介

金融机构处于货币政策的传导中介环节，是联系中央银行与微观经济主体的桥梁和纽带。作为货币政策的初始承受者和信号传递者，金融机构功能的健全及其行为调整是否与中央银行货币政策意图保持一致，直接关系到货币政策传导的效率和结果。

商业银行是我国金融体系最重要的组成部分，截止 2007 年 6 月末，我国商业银行资产占金融业总资产的比重为 72%。并且，伴随着中小商业银行的迅速发展，中农工建交五大国有银行市场份额逐步下降，以资产总额计算，五大银行的市场份额由 2002 年年末的 70.3%下降到 2007 年 6 月末的 65.9%。

表 2－2　中农工建交五大国有银行机构数变动情况　　单位：个

年度 \ 机构名称	中国银行	中国农业银行	中国工商银行	中国建设银行	交通银行
1998	11 019	58 466	4 345	30 469	2 864
1999	11 307	56 539	4 133	27 886	2 756
2000	11 609	50 546	31 673	25 763	2 881
2001	12 090	44 418	28 345	23 925	2 838
2002	12 529	39 285	25 960	21 616	2 675
2003	12 925	36 138	24 129	16 613	2 145
2004	14 355	31 004	21 223	14 585	2 403
2005	15 227	28 234	18 764	14 088	2 607

数据来源：中经专网统计数据库，http：//202.121.135.11：90/。



随着金融业改革的深化和对外开放的扩大，外资银行在商业银行

体系中的份额不断上升，机构数量、客户和业务关系也不断扩张。2002年末，还只有60家外资银行在我国设立了146家分行和9家支行，而到2006年年末，已有74家外资银行在25个城市设立了200家分行和79家支行，市场份额也从2002年年末的1.4%上升到2007年6月末的2.3%。①

此外，我国各类非银行金融机构近年的发展也相当迅速。非银行金融机构作为专门从事货币资金融通业务的金融机构，其主要类型包括证券公司、基金管理公司、保险公司及信托投资公司等。非银行金融机构的资金融通业务会引起货币资金在不同市场、不同行业、不同企业之间流动，拓宽了货币政策的作用范围。

3. 货币政策传导受体

企业和住户的行为是货币政策作用于实体经济的传导终端，企业和住户的行为偏好和反应程度是金融市场连接实际经济体系的扩散接口。

二、我国货币政策传导效力的制约因素

中国货币政策面对的却是体制和结构问题，货币政策传导也因此而存在若干缺陷。

（一）利率管制对资源配置的弱化作用

我国虽然放开了同业拆借利率的上限控制以及银行间债券市场利率和票据贴现利率，并逐步扩大了贷款利率波动幅度，但我国仍然是以管制利率为主的国家，利率弹性接近于零，削弱了通过货币供应量对资源配置的结构调整作用。

（二）货币市场与资本市场关联度低，阻碍资产价格传导渠道的作用

我国货币市场和资本市场相关度不高，各种金融工具之间的价格比例关系扭曲。而且我国股市的投机性强，股指变动与经济走势往往



① 交通银行发展研究部：《2007—2008年中国银行业发展报告[EB/OL]》，http://bank.member.hexun.com/report/detail.aspx?infoid=64174，2008。

呈现出明显的异动状态，使得企业市值与实体经济的严重不相关。股票价格上升难以对居民消费产生财富效应和流动性效应，托宾Q指标的多变性也无法作为企业投资的指示器，削弱了相应的货币政策资产价格传导途径。

（三）商业银行间的“稳性合谋”，弱化货币政策传导的作用力度

由于目前我国四大商业银行的存贷款总额仍占全部存贷款总额的近70%，因此中国的货币政策传导的有效性就与四大商业银行对货币政策的反应程度密切相关。商业银行这种垄断性经营体制容易导致商业银行间的“稳性合谋”，并采取偏离货币政策的行为，并人为增加货币政策传导环节，拉长了货币政策作用时滞，削弱了货币政策传导力度的大小。

（四）企业治理结构和融资条件，构成约束政策传导的微观制度因素

中小企业一方面由于市场准入限制难以通过股市融资，另一方面由于信息不对称、银行的非利润约束和风险约束，从银行的借贷受到信贷配额约束，因此对股价变化和利率变动也均不敏感。而大型国有企业是主要的资金运用者，由于其预算软约束和企业治理结构上存在的问题，对利率调整的敏感性不强。

三、货币政策传导机制区域异质性的理论基础——最优货币区理论

传统的货币经济学理论研究前提是经济的均质化（Homogeneity）和经济周期的一致性（Synchronization），货币政策在货币区内有着一致性的效应。但是经济发展所展现的一个客观的事实是，货币政策传导机制是一个有着众多环节、渠道和行为主体构成的复杂过程，各个地区由于在经济和金融结构等方面的异质性（Heterogeneity），导致单一的货币政策在传导过程中产生区域非对称性效应，从而制约了全局性货币政策目标实现的可能。对于货币政策区域效力异质性的研究属于最优货币区理论（A Theory of Optimum Currency Area）的研究范畴。

Mundell(1961)[①]发表的《最优货币区理论》一文,开创了最优货币理论研究的先河。Mundell 在他的论文中对最优货币区(OCA)所下的定义是:受对称性冲击影响的地区所构成的一个经济区域,这些地区之间的劳动力和其他生产要素是自由流动的。他指出,最优货币区实质上是一个动态的概念,它的范围既可以超越国界,也可以在一国国界之内。Mundell 所构想的最优货币区包含两个主要特征:第一,为了使实施共同货币的成本最小,组成的最优货币区应该基本消除经济中的非对称性冲击;第二,一旦货币区对货币政策产生了非对称性响应,货币区必须具备其他调节途径,例如通过劳动力的区域内流动来解决。

此后,经济学家们也纷纷提出各种最优货币区的判断标准。如,英格拉姆(Ingram. J. C. ,1962)[②]以包括短期和长期证券在内的"国际金融高度一体化"(A High Degree of International Financial Integration)作为最优货币区的标准。麦金农(R. I. Mckinnon, 1963)[③]将一国总产出分成可贸易(Tradable)商品和不可贸易(Non-Tradable)商品两类,认为应当用经济开放度作为最优货币区的标准。彼德 · 凯南(P. B. Kenen, 1969)[④]认为一个产品多样化程度高的国家,出口也将是多样化的,这样该国对于外部冲击具有比较强的承受能力,因此应以"产品多样化"作为确定一个最优货币区的标准。最新的最优货币区理论是从产业多样化和地域因素的角度来分析货币区的相关问题。Byaomui 和 Parsda(1996)建立了涉及美国八个地区和八个欧盟国家,包括八个产业分类的平行数据集,研究产业多样化水平和经济波动中不同冲击来源的相对重要性。实证结果显示美国的政策冲击在非贸易商品部门更为重要,而欧盟国家的政策冲击效力在贸易商品部门表现

---

① Robert Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economics Review*, 1961(51): pp. 657 - 665.

② Ingram. J. C. , *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, Chapel Hill, 1962.

③ R. I. Mckinnon, Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 1963 (53).

④ P. B. Kenen, The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, *Monetary Problems of the International Economy*, 1969: pp. 41 - 60.



得更为明显。

第三节 货币政策对房价波动的利率传导机制

根据对金融市场完善程度的假定前提不同,西方货币经济学理论将货币政策传导机制理论分为利率机制观和信贷机制观。以此为两条主线,分别研究货币供给量是如何通过影响货币市场上的供求均衡,使得利率和信贷发生变化,并进而对国民总产出产生影响。但从上文的分析中可以看出,由于我国金融市场机制构建尚不成熟,我国政府参与市场力度较大,在实践中除了会使用公开市场业务、法定存款准备金率、贴现率等这些国际通用的调控货币供给量的政策工具外,还时常会直接以利率政策以及贷款计划和贷款条件来对经济进行调控。这样我国的利率形成机制和信贷供给规模就并非完全的市场化,而在很大程度上可以看作是基于货币市场供求状况的政府相机抉择机制。但概括来说,国内外的货币政策传导机制理论的统一性依旧明显:利率传导机制理论前期涉及的环节是货币供给量及利率,而信贷传导机制理论前期涉及的环节依旧是货币供给量及信贷规模。因此本节和第四节将在货币经济学中的利率传导机制理论和信贷传导机制理论基础上,细化分析各货币政策工具对房地产市场供求面的作用效力。

一、货币政策的利率传导机制与区域效力差异

现代意义下的利率传导机制,又称作货币传导机制,它以金融市场结构的完善性为基础,认为金融资产只有货币和债券两种形式,银行贷款只是债券的一种,贷款和债券可以相互替代。该理论从私人经济部门的资产结构调整效应与财富变动效应角度出发,分析货币政策通过利率传导机制影响投资水平和产出传导机制。这一理论至今仍是占主流的货币政策传导理论。

（一）纯粹的利率传导机制①

新古典综合派使用在封闭经济运行状态下的 $IS-LM$ 模型对纯粹利率传导机制作了高度抽象的概括。

理论前提一：价格粘性。价格粘性导致名义价格水平不能完全调整，从而使得名义利率的变动引起真实利率 i 的变动。

理论前提二：金融市场参与者具有完全信息。金融市场信息完全可以使金融市场以利率变动的方式出清，即除货币以外的资产都可以完全替代。

理论前提三：四部门经济主体：家庭、厂商、银行及政府。

理论前提四：货币(M)及债券(B_h, B_f, B_b, B_g)，下标 h, f, b, g 分别代表家庭、企业、银行和政府的债券持有量。

居民家庭储蓄 $S(y, i)$ 由实际收入 y 和债券利率 i 决定，并分配在两种金融资产上：

$$S(y, i) = D(y, i) + B_h(y, i) \tag{2.1}$$

厂商的投资需求 $I(r)$ 可通过债券融资得到：

$$I(i) = B_f(i) \tag{2.2}$$

银行准备金为 R，不考虑信贷的银行的资产负债约束为：

$$R + B_b = D,\ R = r \times D \tag{2.3}$$

移项可得，

$$B_b = D - R = R/r - R = R(1-r)/r \tag{2.4}$$

政府实际支出 G 通过以银行借入准备金 R 及发行债券 B_g 实现：

$$G = R + B_g \tag{2.5}$$

货币市场均衡时，LM 曲线表达式为：

$$R = r \times D(y, i) \tag{2.6}$$

① 参见方显昌：《我国货币政策信用渠道传导论》，上海财经大学出版社 2004 年版，第 24 页，引用时略有改动。

产品市场均衡时，IS 曲线表达式为：

$$I(i)+G=S(y,\ i) \tag{2.7}$$

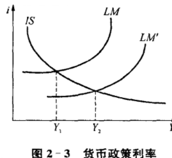


图 2-3 货币政策利率传导机制图

在以上封闭经济系统中，如果中央银行增加准备金 R，会使得社会货币供应量供给 M 增加。居民对货币持有量的增加必将导致其持有的债券量下降，从而债券的名义利率下降，在名义价格调整粘性条件下，实际利率也将下降(见图 2-3)。

真实利率的下降，将使得最优化决策下的居民增加消费(C)和企业扩大投资(I)，国民收入增加。可见，在此传导过程中利率是连接宏观和微观经济的纽带，货币供应量对于宏观经济变量的调控主要通过实际利率为媒介进行传导，其完整过程可以表示如下：

$$R\uparrow \rightarrow M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow I,\ C\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

（二）广义的利率传导机制

纯粹利率机制观尽管可以描述货币政策传导的基本情形，但是仅以两种资产、一种价格描述货币传导过程毕竟过于简单。广义利率机制理论(Miles 和 Wilcox，1991)在强调货币政策变动对利率影响的基础上引入多种不可完全替代的金融资产。该理论认为货币政策冲击所带来的资产结构调整效应，会使得金融市场利率达到新的均衡，居民和企业的财富变动效应将使得远期和即期的消费与投资的相对成本发生变化，并最终影响社会总产出。其中，最具代表性的两种传导渠道是分别从 Tobin Q 资产传导理论与 Modigliani 的生命周期假说中引申而出的。

1. Tobin Q 的资产传导理论

Tobin(1969)①采取一般均衡的分析方法，从多种资产间的非完全



① James Tobin, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money Credit and Banking*, 1969, 1(1): pp. 15-29.

替代形成的资产结构调整角度分析货币政策的传导机制。Tobin Q 理论认为货币政策可以通过影响企业的权益价格来调节经济，q 值在理论中被定义为资产的市场价值与重置成本的比值。

在贷款需求不变和债券供给不变的条件下，银行增加贷款将导致利率下降和债券价格上涨。此时企业会调整资产结构，减少债券的购买量而用过多的货币余额去购买相对便宜的股权资产，从而使股权资产价格上涨，企业的 q 值变高。相对于企业的市值而言，土地厂房与设备等投资品变得较为便宜，因而企业可通过发行股票获得价格相对低廉的投资品，企业投资支出增加，经济呈景气态势。反之，如果企业的 q 值下降，则投资支出将减少，经济萎缩。以上描述的传导机制可表示如下：

$$R\uparrow \rightarrow M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow P_e\uparrow \rightarrow q\uparrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

其中，P_e 表示资产价格（下同）。

2. Modigliani 的生命周期假说

Modigliani（1970）[①]的生命周期假说不仅支持了凯恩斯理论，还进一步深化了凯恩斯理论。该理论认为消费支出取决于消费者一生的资源，这些资源包括人力资本、真实资本和金融财富，其中普通股股票是金融财富的重要组成部分。货币政策可以通过股票市场的价格变化，来使消费者财富增值，从而扩大消费，导致总需求和总产出的上升。反之亦然。该传导机制可表示为：

$$R\uparrow \rightarrow M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow P_e\uparrow \rightarrow W\uparrow \rightarrow C\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

其中，W 为居民财富。

（三）利率传导机制的区域异质性

首先，由于不同的产业对利率的敏感度存在显著的差异，因此区域的产业构成（Industry Mix）会对利率传导渠道产生影响。通常来说，资



① Modigliani, Franco, *The Life-Cycle Hypothesis and Intercountry Differences in the Saving Ratio*, Oxford: Oxford University Press, 1970: pp. 197 - 225.

本密集型的产业(尤其是耐用消费品)对利率变化的敏感度高,受紧缩性货币政策的影响较大(Taylor,1995)①。如果一个区域资本密集型产业构成比例较大,那么该地区受货币政策冲击的影响相应较大;第二,区域金融市场的竞争程度也会影响产业对利率政策的调整速度(Kashyap,1997)②。这主要是由于:一方面,区域市场竞争程度的提高会促进金融机构对利率的反应更为敏感;另一方面,金融机构出于维护客户长期关系的考虑,会延缓利率的变动传导到客户端的时间;第三,债务的期限结构也会对利率渠道的传导效力产生影响。一般来说,短期债务对利率变化的敏感度要高于长期债务。因而,短期债务比重较高的地区对货币政策冲击的反应较大。

二、利率对房地产市场供求面的作用机制

(一)利率对房地产需求的效应分解

与一般商品不同,房地产兼具资本品和耐用消费品的双重属性。利率对房地产市场的影响亦建立在此特质基础之上。利率的变动会带来消费者资产组合的调整。真实利率的提高,会通过消费者效用函数中的替代效应和收入效应作用,使得房地产资产的使用成本上涨,从而降低房地产的真实价格(Alan K. Reichert,1990)。此时,消费者会倾向于将财富从流动性较高的资产上,逐步转移到低流动性、低消费性的不动产上。但是整个资产调整效应的时间和大小都是值得商榷的。因为利率的上升初期会使得消费者变得更加谨慎,倾向于储存更多的流动性资产,以便于在未来房产的价格下降后可以购入更多的此类低流动性资产。

本书运用 James B. Kau & Donald Keenan(1980)③的房地产市场局部均衡模型,在新古典经济学框架下,在商品价格对房地产需求的收

① Taylor. J, The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *Journal of Economic Perspective*, 1995(9): pp. 11-26

② Kashyap, Anil K · and Jeremy C · Stein, The Role of Banks in Monetary Policy: a Survey with Implication for European Union, *Economic Perspectives*, 1997: pp. 2-18.

③ James B. Kau, Donald Keenan, The Theory of Housing and Interest Rates, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1980,15(4): pp. 833-847.



入效应和替代效应的基础上，详细剖析利率对房屋需求的收入效应和替代效应。住房是一种具有较高交易成本的耐用品，因此在建立模型时通常将其作为一个在相当长时期内持有的非流动性商品对待。此模型包含一般消费品和耐用型消费品(房地产)。尽管模型假设每期仅有一种一般消费品，但如果将其扩展为许多种一般消费品也是允许的。对于家庭消费者来说，其住房需求取决于其收入水平以及住房消费与其他如食物、服装等消费品的相对成本的比较。假定消费者在任何时期都可能会将房屋出售，消费者的效用函数如下：

$$\mathrm{Max}\,U(\bar{k},\ \bar{c}) \tag{2.8}$$

其中，$\bar{k}=(k_0,\ \cdots,\ k_n)$，$\bar{c}(c_0,\ \cdots,\ c_n)$

消费者预算约束为：

$$\begin{aligned}&\sum_{j=0}^{n} q_j c_j (1+r)^{-j} + \sum_{j=0}^{n} p_j k_j (1+r)^{-j} \\ &= \sum_{j=0}^{n} M_j (1+r)^{-j} + \sum_{j=0}^{n+1} p_j k_{j-1} (1+r)^{-j}\end{aligned} \tag{2.9}$$

k_j：第 j 期消费者计划消费房地产数量；

c_j：第 j 期消费者计划消费一般商品数量；

p_j：第 j 期每单位房地产商品期望价格；

q_j：第 j 期每单位一般消费品期望价格；

r：真实利率；

M_j：第 j 期消费者的期望收入。

房地产是一项累积性资产①，$(k-1)$代表消费者过去购买的房地产。预算约束(2.9)表示消费者每期在一般商品和房地产上消费的净现值的累积和与消费者每期收入和房地产销售收入的净现值的累积和相等。这意味着消费者会预期到他在$(n+1)$期将房屋出售，并将销售收入做为可支配的财富用于相关 n 期的消费。



① 尽管房地产资产的价值来源于该资产在未来所产生的服务流价值的净现值，而非累积性资产本身，但由于累积性资产本身决定了服务流的大小，因此可以直接将房地产资产纳入效用方程。

由于当下的利率变动会改变对未来利率的预期,因此利率对房地产需求具有序贯效应。为简便起见,模型假定未来利率会保持在现有的期望水平上。现实中消费者会在年轻时以向银行借款的方式购入房地产资产,然后使用日后的收入还款。为了刻画消费者这种在生命周期后期获得的总收入超过总消费的财富分配模式,在(2.9)式的基础上引入时间权重,进行如下假设:

$$\sum_{j=0}^{n} jM_j(1+r)^{-j}+\sum_{j=0}^{n+1} jp_jk_{j-1}(1+r)^{-j}-\sum_{j=0}^{n} jq_jc_j(1+r)^{-j}-\sum_{j=0}^{n} jp_jk_j(1+r)^{-j}>0 \quad (2.10)$$

令 $\bar{k}(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ M)$为消费者一生中的房屋需求量,$\bar{p}$,$\bar{q}$ 分别代表$(p_0,\ \cdots,\ p_{n+1})$,$(q_0,\ \cdots,\ q_n)$。M 是收入的净现值流量。

$$M=\sum_{j=0}^{n} M_j(1+r)^{-j}+\sum_{j=0}^{n+1} p_jk_{j-1}(1+r)^{-j} \quad (2.11)$$

为了分解出 Slutsky 形式的收入效应与替代效应表达式,可进一步将上面的效用最大化问题转化为一个为获得一定效用而花费的支出最小问题:

$$\text{Min}\sum_{j=0}^{n} q_jc_j(1+r)^{-j}+\sum_{j=0}^{n} p_jk_j(1+r)^{-j} \quad (2.12)$$

受约束于,

$$U(\bar{k},\ \bar{c})\geqslant u \quad (2.13)$$

令$\bar{k}''(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ M)$为解决以上最大化效用问题的住房需求量,$e(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ u)$是与之相对应的最低支出水平。于是有:

$$\bar{k}''(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ u)=\bar{k}'(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ e(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ u)) \quad (2.14)$$

对其进行全微分可得,

$$\frac{\partial \bar{k}''}{\partial r}=\frac{\partial \bar{k}'}{\partial r}+\frac{\partial \bar{k}'}{\partial M}\frac{\partial e}{\partial r} \quad (2.15)$$

应用 Envelop 方法得,

$$\frac{\partial e}{\partial r}=-\sum_{j=0}^{n} j q_j c_j (1+r)^{-(j+1)}-\sum_{j=0}^{n} j p_j k_j (1+r)^{-(j+1)} \quad (2.16)$$

将(2.11)代入，可将房地产需求的时序重新定义为，

$$\begin{aligned}&\bar{k}(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ M_0 \cdots M_n)\\&=\bar{k}'\left(r,\ \bar{p},\ \bar{q},\ \sum_{j=0}^{n} M_j(1+r)^{-j}+\sum_{j=0}^{n+1} p_j k_{j-1}(1+r)^{-j}\right)\end{aligned} \quad (2.17)$$

对(2.17)中的利率求导得，

$$\frac{\partial \bar{k}}{\partial r}=\frac{\partial \bar{k}'}{\partial r}-\frac{\partial \bar{k}'}{\partial M}\left(\sum_{j=0}^{n} j M_j(1+r)^{-(j+1)}+\sum_{j=0}^{n+1} j p_j k_{j-1}(1+r)^{-(j+1)}\right) \quad (2.18)$$

将(2.15)代入(2.18)，可得到利率对房地产需求的斯卢茨基(Slutsky)分解：

$$\begin{aligned}\frac{\partial \bar{k}}{\partial r}=&\frac{\partial \bar{k}''}{\partial r}-\frac{\partial \bar{k}'}{\partial M}\left(\sum_{j=0}^{n} j M_j(1+r)^{-(j+1)}+\sum_{j=0}^{n+1} j p_j k_{j-1}(1+r)^{-(j+1)}\right)\\&-\sum_{j=0}^{n} j q_j c_j(1+r)^{-(j+1)}-\sum_{j=0}^{n} j p_j k_j(1+r)^{-(j+1)}\end{aligned} \quad (2.19)$$

根据 Envelop 理论得，

$$\frac{\partial e}{\partial p_j}=k_j(1+r)^{-j} \quad (2.20)$$

对式(2.16)采用 Young's 理论，可得：

$$\begin{aligned}&\frac{\partial k_j''}{\partial r}(1+r)^{-j}-j(1+r)^{-(j+1)}k_j\\&=\frac{\partial^2 e}{\partial p_j \partial r}=\frac{\partial^2 e}{\partial r \partial p_j}\\&=-j(1+r)-(j+1)k_j-\sum_{l=0}^{n} l p_l \frac{\partial k_l''}{\partial p_j}(1+r)^{-(l+1)}\\&-\sum_{l=0}^{n} l q_l \frac{\partial c_l''}{\partial p_j}(1+r)^{-(l+1)}\end{aligned} \quad (2.21)$$

因而，

$$\frac{\partial k_j''}{\partial r}=(1+r)^j\left(-\sum_{l=0}^{n}lp_l\frac{\partial k_l''}{\partial p_j}(1+r)^{-(l+1)}-\sum_{l=0}^{n}lq_l\frac{\partial c_l''}{\partial p_j}(1+r)^{-(l+1)}\right) \tag{2.22}$$

通过上面的模型推导，可得出以下结论：

1. 利率对房地产需求的收入效应为负

式(2.19)的第二项代表利率变动对房地产需求的收入效应。根据式(2.10)，$\left(\sum_{j=0}^{n}jM_j(1+r)^{-(j+1)}+\sum_{j=0}^{n+1}jp_jk_{j-1}(1+r)^{-(j+1)}-\sum_{j=0}^{n}jq_jc_j(1+r)^{-(j+1)}-\sum_{j=0}^{n}jq_jk_j(1+r)^{-(j+1)}\right)>0$。这个重要的假设条件表明消费者倾向于在年轻时购入住房而成为净负债者，其日后的收入进项小于 0。由于房地产是正常商品，其收入效应为正，即 $\partial\bar{k}/\partial m>0$。因而，利率对房地产需求的收入效应项为负值。这说明，利率的上升，会使得购房者的贷款负担加重，从而降低对房地产商品的需求。

2. 利率对房地产需求的近期替代效应为负，但对远期效应可能转正

利率对房地产的需求的替代效应，包括两个部分：一方面，是基于房地产与非耐用型商品的替代效应。式(2.22)的第 2 项为负，它表示，利率的上升，使得未来房地产商品的持有成本增加，因此消费者倾向于增加对非耐用品的消费，减少房地产商品的需求量；

另一方面，房地产商品之间也存在跨期替代效应。在模型中(2.22)式的第 1 项除了 $-jp_j\frac{\partial k_j''}{\partial p_j}$ 项为正以外，其他项由于替代效应作用均为负值。当 j 值较小时，$-jp_j\frac{\partial k_j''}{\partial p_j}$ 为负，$\left(-\sum_{l=0}^{n}lp_l\frac{\partial k_l''}{\partial p_j}\right)$ 也为负。当 j 值大到一定程度时，$-jp_j\frac{\partial k_j''}{\partial p_j}$ 可能变为正值，因而 $\left(-\sum_{l=0}^{n}lp_l\frac{\partial k_l''}{\partial p_j}\right)$ 也可能转为正值。它表示利率的上升所带来的房地产

商品持有成本的上升，会抑制消费者对住房的近期需求，但远期可能会刺激消费者对商品房的需求。

3. 利率对房地产需求的当期总效应为负

根据前文分析，利率对房地产市场需求的收入效应总为负值。根据式(2.22)有 $\frac{\partial k_0''}{\partial r} < 0$，因此 $\frac{\partial k_0}{\partial r} < 0$，利率对房地产市场的当期替代效应也为负。利率对房地产需求的当期总效应是当期收入效应与替代效应之和，因而为负。

（二）利率影响房地产供给的 Tobin Q 效应

根据 Tobin(1969)Q 理论，房地产资产项目的新增投资取决于房地产的市场价值与其重置成本的比值。本书运用 James B. Kau & Donald Keenan(1980)[53]的模型，分析利率对房地产投资的影响。

当房地产的资本收益为零时，房地产的价值可以认为是未来租金收益的现值。假定房屋第 j 期出租的期望租金为 σ_j，房屋售价 $p = (\sum_{i=0}^{t} \sigma_i (1+r)^{-i})$。

此时，开发商的利润函数如下：

$$\text{Max}\pi(p, \bar{w}) = (\sum_{i=0}^{t} \sigma_i (1+r)^{-i}) y - \bar{w}\,\bar{x} \qquad (2.23)$$

此处，π：利润；

y：房屋的销售面积；

$\bar{w} = (w_1, \cdots, w_h)$，建房投入材料的价格；

$\bar{x} = (x_1, \cdots, x_h)$，建房投入材料数量。

使用 Envelop 理论可得，

$$\frac{\partial \pi}{\partial p} = y(p, \bar{w}) \qquad (2.24)$$

π 是 p 和 y 的凸函数，则，

$$\frac{\partial y}{\partial p} = \frac{\partial^2 \pi}{\partial^2 p} > 0 \qquad (2.25)$$

$$\frac{\partial p}{\partial r}=\sum -i\sigma_i(1+r)^{-(i+1)}<0 \tag{2.26}$$

因而有，

$$\frac{\partial y}{\partial r}=\frac{\partial y}{\partial p}\cdot\frac{\partial p}{\partial r}<0 \tag{2.27}$$

(2.27)式表明利率的上升，使得房屋真实价格下降，使得企业减少对房屋的提供。但是房屋新增供给相对于已有的房屋存量来说占比较小，相对于利率对需求的作用，利率对房屋供给的在短期内基本无弹性。此时利率政策调整对房地产需求产生的外生冲击，会导致房价的过度上涨。而从长期来看，当房地产的市场价格高于建设成本时，会出现新的房地产开发投资项目，随着新项目逐步推向市场，房价也会逐步向建设成本回落，最后达到新的市场均衡点。

第四节　货币政策对房价波动的信贷传导机制

一、货币政策的信贷传导机制与区域效力差异

传统的利率渠道在解释货币政策冲击对宏观经济规模效应、时差效应及支出效应(Spending Effect)的构成①方面的不足，使得人们逐渐开始重视除利率渠道之外的货币政策传导渠道。信贷传导机制不是取代利率传导机制的一种独立渠道，而是通过考察货币政策对外部融资成本的影响对货币政策效力进行补充解释。信贷传导机制区别于利率传导机制的一个重要理论前提在于金融市场的不完美性，强调金融资产之间的非完全替代性。信贷传导机制理论认为信贷市场的信息非对称性和不完美合约的实施，会导致消费者和企业在内部融资的机会成本和外部融资成本之间存在差异，即产生一个外部融资溢价(External Finance Premium)。外部融资溢价与货币政策的关系密切，紧缩的货



① 例如，Ben S. Bernanke, Mark Gertler(1995)实证分析表明，长期利率对住房投资的影响显著，而对其他形式的长期商业投资的影响并不显著。

币政策会使得市场利率上升也使得外部融资溢价水平上升，并进一步降低投资和消费。信贷传导机制理论包括银行借贷渠道（Bank Lending Channel）与资产负债表渠道（Balance-Sheet Channel）两种具体的传导理论。

（一）银行信贷传导机制

作为一种典型的信贷传导机制理论，银行信贷传导机制从贷款者角度出发，强调银行在金融系统中的重要地位。Kashyap, Stein & Wilcox（1993）①通过数量模型证明了银行贷款渠道的存在，他们认为贷款渠道发挥作用必须具备两个前提条件：一是对于银行资产负债表的资产方，银行贷款与证券不能够完全替代。只有这样，银行才能不通过出售和购入证券，来完全抵消或缓和货币政策变动对银行供给形成的压力；二是对于银行资产负债表的负债方，银行贷款与非银行资金来源之间不能完全替代。只有这样，银行贷款变动对企业经济活动造成的影响才不能完全由银行以外的渠道获得资金来补充。该理论认为货币政策通过影响金融中介机构（如商业银行）的信贷供给量，对企业外部融资溢价的产生影响。当紧缩性货币冲击使得银行资产负债表的负债方的存款 D 减少时，如果商业银行不能迅速通过出售持有的债券，或者通过其他非存款负债筹集资金，那么原来依赖于银行借款的企业（尤其是中小企业）的获得的银行贷款 L 就会减少。紧缩的信贷政策迫使他们花费额外的资金去寻找新的贷款者并建立信用关系。这样就在因利率普遍升高而抑制投资的基础上，导致那些依赖银行贷款融资的借款人因外部融资溢价升高，进一步削减生产和投资 I，社会总需求和总产出水平 Y 也就随之下降。这一传导机制可以概括如下：

$$R\downarrow \rightarrow M\downarrow \rightarrow D\downarrow \rightarrow L\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

（二）资产负债表传导机制

资产负债表机制是通过对借款者施加融资约束，分析信贷在货币



① Anil K. Kashyap, Jeremy C. Stein and David W. Wilcox, Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance, *The American Economic Review*, 1993. 83(1): 78－98.

传导过程中的独特放大性和持续性作用(Bernanke 和 Blinder,1995),于是构成了货币传导机制中一种特有的分配性效应。资产负债表机制的作用方式,实际上反映的是金融市场缺陷所导致的投、融资之间转换机制的摩擦,对宏观经济可能产生的诸多影响。该理论的假设前提是:借款者的外部融资溢价大小与借款者的财务状况呈现反向变动关系,借款者的净资产价值 Pe(流动性资产和限制少的非流动资产抵押值之和)越大,它的外部融资溢价水平越低。紧缩性的货币政策,通过增加借款者的利息支出和降低借款者抵押资产价格两个方式,直接导致借款者的资产负债表状况恶化。由于金融市场存在着逆向选择和道德风险,商业银行在借款时必须考虑借款者的财务状况,企业资产负债表状况的恶化,使得企业外部融资溢价升高,削弱了其获取商业银行贷款的能力,进而影响到企业的投资和最终的产出水平。这一传导路径图可表示为:

$$R\downarrow \rightarrow M\downarrow \rightarrow Pe\downarrow \rightarrow \text{银行逆向选择和}$$
$$\text{道德风险}\downarrow \rightarrow L\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

更深入的理论研究发现,借款者资产负债表内生性的周期运动会对经济周期产生放大效应,这一现象被称为"金融加速器"。它的存在已在许多研究资产负债表和现金流量、企业对固定资产投资及家庭对住房需求关系的实证中被证实(Bernanke、Gertler & Gilchris,1999;Hubbard,2000)。

(三)信贷传导机制的区域异质性

1. 银行信贷传导机制的区域异质性

信贷传导机制强调银行在货币政策传导中的地位。Kashyap 和 Stein(1997)[①]认为银行的规模与他们的融资能力紧密相关。当实行紧缩性的货币政策时,小银行寻找替代资金来源所受到的限制要比大银行所受到的限制更大,因而小银行提供贷款的能力更小。小银行提供



① Kashyap, Anil K. and Jeremy C. Stein, The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implication for European Union, *Economic Perspectives*, 1997(10): pp. 2 - 18.

资金比重越高的地区，其受紧缩性货币政策冲击的力度越大。

2. 资产负债表传导机制的区域异质性

资产负债表渠道强调货币政策变化对借款者外部融资溢价的影响。相比大企业，信贷市场的非完美性，使得小企业和银行打交道时会具有较高的信息成本（Information Cost）和交易成本（Transaction Cost），外部融资溢价较高(Gertler and Gilchrist，1998)。同样面对紧缩性信贷政策，大企业的高声誉就会使他们较容易从银行以外的其他融资渠道获得资金，受货币政策冲击的影响小。因此，在大企业比重较高的区域上，资产负债表渠道对货币政策的传导效力弱化，企业对货币政策冲击的反应不敏感。

二、银行信贷与房地产市场间的双向传导机制

银行在房地产融资中都占有极其重要的地位，信贷资金贯穿于房地产开发和销售的各个环节。各国的实证也表明房地产市场和银行信贷有着很强的动态关联性（Quigley，1999；Gerlach and Peng，2002；Rouwendal and Alessie，2002）。房地产信贷市场的经济主体一般可以分为三个：(1) 贷款人，是房地产信贷产品的卖者，一般指商业银行、信用社、信托公司等金融机构，特指商业银行；(2) 借款人，是房地产公司信贷或个人信贷产品的买者，即准备申请或已经取得银行贷款的房地产商或个人住房按揭贷款户；(3) 调控人，主要是政府、中央银行、银行监管部门等，它们是房地产信贷市场的宏观调控者或微观监管者。在利率完全自由浮动的情况下，房地产信贷产品的买者、卖者和调控者在房地产信贷市场机制的作用下，围绕着贷款利率的上下浮动而发挥作用。

（一）信贷渠道对房产价格的动态传导路径

本书设计的银行信贷对房价的动态传导模型从房地产资产观①角



① 房地产的资产观认为，房地产是一种耐用型商品，房地产的需求既反映一种收入流也反映房地产的一种资产价值，房地产资产的边际收入等于其他替代性资产的边际收入(Poterba，1984；Bruce and Holtz-Eakin，1999；Miles，1994)。

度出发，假定消费者从银行获得住房抵押贷款，购买住房，形成不动资产，此外，消费者还持有其他股票、债券、银行储蓄存款等金融资产。本节所设计的理论模型将通过建立独立的住房抵押贷款市场，分析货币政策如何通过信贷渠道对房价调整的最优时间路径产生影响。

消费者的跨期效用最大化问题为：

$$V_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \alpha^t U(H_t, c_t) \tag{2.28}$$

α：消费者的时间偏好率；

c_t：非耐用品需求量；

H_t：房地产需求量。

消费者跨期的预算约束是：

$$\begin{aligned} A_{t+1} + c_t + p_t H_t(1+u) + R_{mt}B_{mt-1} = y_t \\ + R_t A_t + p_t H_{t-1}(1-\delta) + B_{mt} \end{aligned} \tag{2.29}$$

约束式的左边依次为消费者第 t 期的各类支出项：A_{t+1} 代表下期消费者持有的除住房以外的其他金融资产（债券等）的真实价值；c_t 表示的是现期的消费；p_t 为每单位房屋的真实价值，H_t 为房屋存量，$p_t H_t$ 为现期拥有的房地产资产存量；u 为所拥有的房地产资产的持有成本占房屋资产现值的百分比（包括维修、保险、税金等）；B_{mt-1} 为上期借入的住房抵押贷款，R_{mt} 为抵押贷款真实利率。简便起见，令 $R_{mt} > 1$，则 $B_{mt-1} R_{mt}$ 表示抵押贷款的当期归还本息和。约束式的右边依次为消费者第 t 期的各类收入项：yt 表示消费者的收入；R_t 是其他金融资产的真实回报率，$R_t A_t$ 则为非抵押性金融资产产生的实际本息收益；δ 为房地产资产的折旧率；B_{mt} 表示本期新增抵押贷款数额。

如果仅仅只有（2.28）一个预算约束式，那么当 $R < R_m$ 时，其他金融产品市场就会完全替代房地产抵押贷款市场（William D. Lastrapes, 2000）。为了和现实相吻合的模拟出独立的房地产抵押贷款市场，需要

另加上消费者对抵押贷款的约束条件[①]：

$$B_{mt} = \beta p_t H_t \tag{2.30}$$

其中，$0 < \beta < 1$，它表示抵押贷款占房屋资产总值的比率。通过这一约束条件，消费者在购房时必须使用一定比例的住房抵押贷款。

消费者在预算约束条件(2.29)和居民住房抵押借款约束条件(2.30)的基础上，选择房地产资产 H、抵押借款路径 B 以及消费路径 C 来极大化自己的贴现效用和。为求解以上问题，引入汉密尔顿乘子 λ_t，可得以下 Euler 方程：

$$\alpha^t U_c(H_t,\ c_t) = \lambda_t \tag{2.31}$$

$$\frac{\lambda_{t+1}}{\lambda_t} = \frac{1}{R_t} \tag{2.32}$$

$$\alpha^t U_H(H_t,\ c_t) = \lambda_t p_t(1+u-\beta) + \lambda_{t+1}[\beta p_t R_{mt} - p_{t+1}(1-\delta)] \tag{2.33}$$

$$\frac{U_H(H_t,\ c_t)}{U_c(H_t,\ c_t)} = p_t\left[(1-\beta)+u+\frac{R_{mt}}{R_t}\beta-\frac{(1-\delta)(1+p_{t+1})}{R_t}\right] = p_t\,\eta_t \tag{2.34}$$

将上面的(2.32)代入(2.31)和(2.33)就可得到(2.34)，它描述的是非耐用品消费和房屋需求的最优时间路径。其中，η_t是住房与消费的边际替代率，它反映了消费者现期为购买一单位的房地产资产所放弃的非耐用品消费总量。η_t中各项有着不同的经济含义：$(1-\beta)$为购买房屋时使用自有资本的融资比率；u 表示房屋的持有成本；$[(R_{mt}/R_t)\beta]$为使用住房抵押贷款购房的机会成本，也就是消费者每期的住房抵押贷款还款额用于投资其他资产可获得的收益率；最后项中 $P_{t+1} = \frac{P_{t+1}-P_t}{P_t}$，$\frac{(1-\delta)(1+p_{t+1})}{R_t}$ 是扣除当期房屋折旧的房地产资



① 严格等价的抵押贷款约束条件包含一个假设，即抵押贷款还款额随着房价的涨跌而变动，尽管这一现象在现实中并不十分普遍，但从整个房地产市场的边际效应来说，使用闭合的约束还是相对合理的(William D. Lastrapes，2002)。

产的跨期资产增加值。

通过(2.34)可总结出货币冲击影响房产需求的两条信贷传导渠道：

其一，住房抵押贷款与其他金融资产的相对收益率。

因为$\beta > 0$，实行紧缩的货币政策时，提高按揭贷款利率水平(R_{mt})，在其他金融资产实际回报率(R_t)不变的假定下，消费者未来每期住房抵押贷款还款负担增加，消费者使用抵押贷款融资的机会成本($[(R_{mt}/R_t)\beta]$)上升，住房需求减少，价格下降。反之，扩张的货币政策，会使得消费者贷款的机会成本下降，住房需求增加，价格上升。

其二，信贷可获得性和银行贷款态度。

按揭贷款成数(β)的大小反映了银行信贷可获得性及银行贷款态度。例如，货币政策的扩张，促使更多充裕的银行资金在市场上不断地寻求投资机会，消费者将更容易从银行获得住房信贷资金，住房按揭贷款成数上升，房地产的需求增加。此外，金融机构间行业对市场份额的竞争加剧，也会使得银行低估房价波动风险，影响银行的贷款态度，导致房地产相关贷款增加，刺激房地产市场需求。

在上述模型中加入一个房地产市场供给函数，就可得到房价的动态调整路径。房地产的新增投资仅占整个市场上房屋存量的一小部分，是整个房地产供给曲线的一个点。新增投资和当前房价往往呈正相关关系(Miles，1994；Robert Topel & Sherwin Rosen，1998)：

$$H_t - H_{t-1} = \sigma p_t - \delta H_t \qquad (2.35)$$

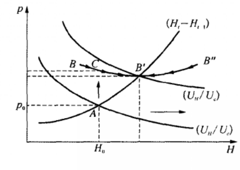


图 2-4　房价动态均衡的鞍点路径图

式(2.34)和(2.35)共同决定了房地产市场的动态局部均衡(如图2-4所示)。点A是原始的稳态状态(H_0，p_0)。在每个时点上房屋存量可视为固定的，假如信贷规模的扩张通过降低房屋的使用者成本，会使得房地产市场的原始稳态状态被打破。房价

将从最原始的 $A(H_0, p_0)$ 点垂直快速上升到 $C(H_0, \hat{p})$，然后再沿着唯一一条满足横截面条件(Transversality Condition)的鞍点路径 BB''，逐步回落到新的稳态点 $B'(\overline{H}, \bar{p})$。$B'$ 点的房价和房屋存量均高于原始的 A 点。

（二）房产价格对信贷传导渠道的作用途径

资产价格的货币政策传导途径在早期就引起了西方经济学家们的普遍关注，但大多集中于研究股票等金融资产价格对货币政策传导效力的影响。近年来，不少经济学家将该理论逐步深化并延展房产价格波动对货币政策传导效力的解释中，归纳一下，房价主要通过如下四条理论途径对银行贷款产生影响：

1. *流动性效应途径*

Amihud & Mendelson(1988)①认为，企业或居民在选择持有何种资产时会考虑流动性的要求。房屋是流动性较弱的资产，当消费者发生财务困难急需要将房屋等固定资产变现时，可能会因低价出售而遭受较大的损失。相反，消费者持有的金融资产(股票或债券)的流动性较强，将很容易迅速按其市价出售并收回现金。Mishkin(1977)研究表明当以下情况存在时，会使得消费者持有不动产的有效机会成本上升(The Effective Opportunity Cost)，消费者面临金融危机的概率增加：(1) 消费者的负债率较高；(2) 金融资产持有率低；(3) 收入变动很大；(4) 期望收入很低。如果消费者预期自己陷入财务危机的可能性较小，他们将愿意较多地持有弱流动性的不动产。房价的变动通过改变消费者净资产价值和抵押贷款偿付能力，改变消费者对未来陷入财务危机可能性的估计，居民在制定借款计划时会充分考虑到房地产的低流动性和价格的波动性。

2. *居民的财富效应途径*

根据 Franco Modiglinani(1970)的生命周期模型，消费者是具有理性的，居民所拥有房屋价格的变动会引起消费者整个生命周期的财富



① Amihud. Y., Mendelson. H, Liquidity and Asset Prices: Financial Management and Implication, *Financial Management*, 1988(17).

的变动，居民为了平滑整个生命周期的消费就会改变自身的消费计划和信贷计划。房价上涨意味着居民名义财富的增加，会对信贷需求产生正向影响。

3. 信贷约束途径

由于房地产信贷市场上的信息不对称，使得居民和企业面临着借款的约束条件，这就导致了逆向选择和道德风险问题。居民和企业只有提供不动产抵押物时才能获得借款，银行贷款额度是抵押物净资产的增函数，也就是房价的增函数。房价上涨时，居民和企业用于抵押的房产净资产价值上升，银行对这些企业和居民发放贷款，其所面临的逆向选择和道德风险将减少，于是将加大贷款投放。此时，一旦借款者违约，贷款者的损失也就更大。Bernanke and Gertler (1989) 的研究也表明房地产的投资中自有资产的比重越高，房地产企业的内部激励约束机制越稳固，贷款者则更加愿意提供更多的资金支持。Kosuke Aoki 等(2004)通过对英国房地产市场的研究指出，由于房屋在对消费者提供住房服务的同时也起到了间接降低借款成本的作用，这一点放大了货币政策冲击对住房投资及房屋价格的影响作用。

4. 银行资产负债表途径

E. Philip. Davis 和 Haibin Zhu(2004)的研究发现，银行不仅因自身拥有房地产资产以及房地产相关贷款而参与房地产市场，还因其拥有大量的住房抵押贷款与房地产市场产生关联。房价波动可能导致商业银行的资产和负债业务发生相应的变化，进而影响到银行自身的风险承受力和贷款愿望。

（三）房价与银行信贷之间的循环推动机制

房价与银行信贷之间的相互影响使得银行贷款与房价之间形成一种循环推动机制。在房地产资产存量既定的条件下，房价的上升，也就意味着房地产抵押品价值的上升，企业可以得到更多的贷款。更多的贷款导致企业持有更多的流动资金，房地产交易中盈利的可能性以及房价上升对企业融资条件的改善，会促使企业的流动资金通过某种方式回流到房地产市场。房地产交易结构中的资产流量需求上升，推动房价的进一步上涨，如此反复，从而形成房价与信贷数量之间的正向循

环推动机制，反之亦然。这种过程也可以用于解释房价泡沫的形成过程（如图2－5所示）。在外资流入和监管薄弱情况下，该机制可以被加剧（Collyns and Senhadji，2002）。

+
房地产价格 银行信贷数量
+

图 2－5 房价与银行信贷数量的正向循环推动过程

房价上升和银行信贷数量上涨这种扩张的相互推动作用存在某一“临界点”。通常来说，目前的房价的上升，会使得消费者对未来的房价预期也高，此时，就会出现纯粹的“投机”活动，其判别标准是房屋的购买是为了再出售。如果这种行为大多能够获利时，还会吸引更多的人加入，于是出现了“经济泡沫”。房价与当前的抵押贷款的正向互动关系，会导致目前和未来经济主体的负债水平上升。当市场达到一定高度时，潜在的不安情绪在增加，任何意外的事件均可能导致恐慌性抛售，对未来的房价产生一个负面影响。因而，一个完整的房价和信贷数量的正向循环机制，不仅包括房地产资产价格上升和信贷数量增加的互相推动，还包括房价下降和信贷数量减少的相互推动过程（如图2－6所示）。但从各国的实践中看，房价和信贷数量上升和下降的过程是非对称的，往往呈现出平缓的上升过程和急剧的下降过程（Kiyotaki & Moore，1997）。

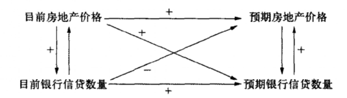


图 2－6 当前与预期房价与信贷数量间的正负向推动过程

第五节 货币政策冲击下的区域房价动态调整模型

本节所塑造的区域房价动态调整模型是基于 E Philip Davis &



Haibin Zhu(2004)房价波动周期模型的有益拓展。本节所构建模型的优点在于融合了前文利率渠道和信贷渠道对房地产市场的作用,并将房价波动分解为外生性和内生性两个层面:一方面,外生性的经济因素冲击(如国民经济的周期性波动、货币政策变动等)会对房价波动的影响;另一方面,区域房地产市场的内生性特质会对这种外生性冲击引起的房地产波动产生放大效应。这种内外因素引起的房价波动的共生性及其相对的主导地位会随着房地产市场区域的不同而不同。

一、模型设立的区域经济环境

区域经济体中有 N 个潜在投资者。由于掌握的私人信息及估价方法的不同,所以投资者对房价的预期不同。总体来说,个人的预期价格都遵循一个累积分布函数 $F(P)$,P 是商业地产价格。与其他资产价格一样,商业地产价值与预期收益紧密相连,并且对市场状况变化的反应速度相对较快。

对于乐观的投资者,他们预期房价将高于市场价格,因而会从银行借款去购买房产。投资者从银行借款的总额(L),它和初始禀赋(Y_t)、利率(i_t)及银行的贷款态度(w_t)有关。此外,投资者可获得的信贷总额还依赖于房价,其原因正如前文在银行资产负债表理论中所分析的那样:其一,房地产作为抵押性资产,高的房价则意味着高的抵押资产价值和小的违约概率(包括道德风险和逆向选择);其二,当地银行会参与商业地产投资,区域房地产市场的繁荣会增强银行的资金基础(Capital Base),银行有实力贷出更多款项。

假设一:房屋新建时间与它推向市场的时间相差一个时期。

从供给面来说,短期内,房地产供给是固定的,但在长期中,随着经济环境的改变,供给也将逐步调整。根据 Tobin's Q 理论,当房价的上升超过重置成本时(有如 Tobin's Q 值大于 1),建造者开始新建房屋,但它有可能要花费几年时间,新建的房屋才能推向市场。与住房相比,商业地产(与办公楼和商场)可能由于规划许可的限制,要花费更长的时间建造。为简单起见,本模型假设房屋新建时间与它推向市场的时间相差一个时期。

假设二：房地产投资决策具有历史依赖性。

房地产投资决策的历史依赖性既包括企业、居民决策的历史依赖性，也包括银行信贷决策的历史依赖性：首先，非理性的市场预期(如可变的预期，短视预期["Myopia" Forecasting]等)，引导企业、居民和银行家推断现期房价(或近期房价增长率)。结果，新建房产投资的规模就建立在现期房价基础上，而不是新建项目结束时对房价的理性预期基础上；第二，银行可能投资商业地产，房地产市场的繁荣会增强银行的资金基础，银行也能贷出更多贷款；第三，现代金融经济学显示即使投资者是理性的，但由于信贷市场的非完美性，银行决策的历史依赖性也成为普遍现象。Kiyotaki 和 Moore(1997)、Bernanke 及 Gertler(1989)就指出，贷款约束(KM model)和状态认证成本(State Verification Costs)(BG model)会对银行贷款的可得性周期产生一个历史依赖，并会和房价周期产生相互作用，从而形成房地产市场的繁荣和萧条。

二、房地产市场动态均衡系统

动态的房地产市场由以下(2.35)～(2.38)4 个等式系统构成：

$$D_t = \frac{N[1-F(P_t)]L(Y,\ i,\ P_t,\ w)}{P_t},\ L_i < 0,\ L_p > 0,\ L_w > 0, \tag{2.36}$$

(2.36)是房地产的需求方程，N 为乐观消费者个数，即愿意在现在的房价水平上使用住房抵押贷款购入房地产的人。贷款态度(w_t)用于反映银行业内在信贷政策及结构变动对放贷数量的潜在影响。银行对新建项目的开发商和建设者的贷款额(L)依赖于收入水平和经济条件，低的利率也会改变银行的贷款态度。最重要的是，由于信贷市场和房产市场的共生性，它会再次推高现期房价的价格。

$$K_t = (1-\delta)K_{t-1} + I_{t-1} \tag{2.37}$$

(2.37)是房地产市场供给存量方程，δ 是折旧率，I_{t-1} 是新推向市场的房地产项目(在前一期开始建设)。

$$I_{t-1} = \alpha \cdot B_{t-1}(Y_{t-1}, i_{t-1}, P_{t-1}, w_{t-1}), B_i < 0, B_p > 0, B_w > 0, \tag{2.38}$$

(2.38)反映的是$(t-1)$期新建的房地产项目是同期新建项目融资(B)的线性函数。B不同于L,L是为购买已有楼盘而进行的银行贷款融资额。

$$D_t = K_t \tag{2.39}$$

(2.39)式是每期的房地产市场出清条件。

以上4个等式包含几个未知变量(D,K,I和P),将其进行简化,可得两个新等式(2.40)和(2.41)。其中,(2.40)决定了现期市场价格,(2.41)反映了市场供给的逐步调整,它们动态反映了房地产市场均衡的核心公式:

$$K_t = \frac{N[1-F(P_t)]L(Y, i, P_t, w)}{P_t} \tag{2.40}$$

$$K_t = (1-\delta)K_{t-1} + \alpha \cdot B_{t-1}(Y_{t-1}, i_{t-1}, P_{t-1}, w_{t-1}) \tag{2.41}$$

均衡时,房地产市场供给规模(K^*)和均衡市场价格(P^*)(对给定的Y和i)是常数,也就是说,他们由下列因素共同决定:

$$K^* = \frac{N[1-F(P^*)]L(Y, i, P^*, w)}{P^*} \tag{2.42}$$

$$\delta K^* = \alpha \cdot B^*(Y, i, P^*, w) \tag{2.43}$$

上面的4个等式构成的动态系统包含了上节中所阐述的房价和银行贷款之间的双向传导机制:首先,高房价改善了借款人的资产负债表,增加了抵押资产的价值,降低了房地产贷款的违约率,因此银行会增加对房地产企业及其相关行业的贷款;第二,银行贷款对房价很重要。如果银行贷出许多资金用于购买房地产,它将刺激市场的需求并增加房价。如果银行是贷出更多的资金建设房屋,那么房价将由于供给的增加而逐渐下降。由于供给存在滞后性,将使得房价回落的效果较前者显现得更为长期。因此,即使从数据中很难将购房的贷款从新

建项目中区分出来，但一个合理的假设是短期内银行信贷的增加将促使房价的上涨(基于即期需求效应)，但在长期房价将下降(基于滞后的供给效应)；第三，银行的贷款和商业地产周期是由共同的经济因素驱使的，例如产出、利率和市场预期。总的来说，经济条件会影响银行的利润率、房地产价值的市场预期改变以及投资决策。这些共同的因素，伴随着两部门相互的作用，产生相互关联的房地产和信贷周期。

三、货币政策冲击下的区域房价动态调整机制

此部分将阐释一个宏观政策冲击对房地产市场运行机制产生振荡作用，而最后达到新的均衡的过程。假设在 0 期发生一个永恒的利率冲击，也就是 $\Delta i_0 < 0$，当 $t > 0$ 时，$\Delta i_t = 0$。通过(2.42)，(2.43)的全微分方程，冲击过后的 K_t和 P_t是由以下因素决定的：

$$\begin{bmatrix} 1 & -\dfrac{dD_t}{dP_t} \\ 1 & 0 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} dK_t \\ dP_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 & 0 \\ 1-\delta & \alpha \cdot \dfrac{dB_{t-1}}{dP_{t-1}} \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} dK_{t-1} \\ dP_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \dfrac{dD_t}{dY_t}\Delta i_t \\ \alpha \dfrac{dB_{t-1}}{dY_{t-1}}\Delta i_{t-1} \end{bmatrix} \tag{2.44}$$

将(2.44)重新排列后，动态等式可以写成以下方式：

$$\begin{bmatrix} dK_t \\ dP_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1-\delta & \alpha \cdot \dfrac{dB_{t-1}}{dP_{t-1}} \\ \dfrac{1-\delta}{dD_t/dP_t} & \alpha \cdot \dfrac{dB_{t-1}/dP_{t-1}}{dD_t/dP_t} \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} dK_{t-1} \\ dP_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha \dfrac{dB_{t-1}}{di_{t-1}}\Delta i_{t-1} \\ -\dfrac{dD_t/di_t}{dD_t/dP_t}\Delta i_t + \alpha \dfrac{dB_{t-1}/di_{t-1}}{dD_t/dP_t}\Delta i_{t-1} \end{bmatrix} \tag{2.45}$$



如果原来处于均衡稳态的房地产市场突然受到一个不可预期的利率的负向冲击，房价和新投资项目数量将上升，然后在长期达到新的均衡稳态。为了详细分析这一动态调整过程，可将(2.45)分解为 3 个时

间段来进行考察：

$$\begin{bmatrix} dK_0 \\ dP_0 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ -\dfrac{dD_0/di_0}{dD_0/dP_0} \end{bmatrix} \cdot \Delta i_0 = \begin{bmatrix} 0 \\ + \end{bmatrix} \tag{2.46}$$

$$\begin{bmatrix} dK_1 \\ dP_1 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1-\delta & \alpha \cdot \dfrac{dB_0}{dP_0} \\ \dfrac{1-\delta}{dD_1/dP_1} & \alpha \cdot \dfrac{dB_0/dP_0}{dD_1/dP_1} \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} dK_0 \\ dP_0 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \alpha \dfrac{dB_0}{di_0} \\ \alpha \dfrac{dB_0/di_0}{dD_1/dP_1} \end{bmatrix} \Delta i_0 = \begin{bmatrix} + \\ - \end{bmatrix} \tag{2.47}$$

$$\begin{bmatrix} dK_t \\ dP_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1-\delta & \alpha \cdot \dfrac{dB_{t-1}}{dP_{t-1}} \\ \dfrac{1-\delta}{dD_t/dP_t} & \alpha \cdot \dfrac{dB_{t-1}/dP_{t-1}}{dD_t/dP_t} \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} dK_{t-1} \\ dP_{t-1} \end{bmatrix}, \text{当 } t \geqslant 2 \text{ 时} \tag{2.48}$$

一个负向利率冲击发生时，会使得房地产的即期需求增加。由于供给在短期内仍保持固定，因此房价在 0 期瞬间上升。在 1 期，新的房地产投资在 1 期完成，因此，供给量的增加会拉下房价直到市场在新的房价水平上出清。1 期后，房价和建设活动的动态效果就不十分明确。注意到房屋的供给数量和房价呈反向变动（从动态方程来看 $dK_t/dP_t = dD_t/dP_t < 0$）。因为每期的房价都是由房屋供给和需求的等式决定的，随着时间的推移，P_t 和 K_t 都沿着向下倾斜的需求曲线移动。此外，从方程(2.48)可以得出另一个重要的等式：

$$\begin{aligned} dK_t &= (1-\delta)dK_{t-1} + \alpha \frac{dB_{t-1}}{dP_{t-1}} dP_{t-1} \\ &= (1-\delta)dK_{t-1} + \alpha \frac{dB_{t-1}/dP_{t-1}}{dD_{t-1}/dP_{t-1}} dK_{t-1} \end{aligned}$$

$$= \left[1 - \delta + \alpha \frac{\mathrm{d}B_{t-1}/\mathrm{d}P_{t-1}}{\mathrm{d}D_{t-1}/\mathrm{d}P_{t-1}}\right]\mathrm{d}K_{t-1} \quad (2.49)$$

从(2.49)可知,在受到不可预期的利率冲击后,房地产市场从初始稳态调整到新的稳态的整个过程是单调收敛,又或是震荡取决于房地产市场的结构特征,也就是房地产市场供给弹性和需求弹性的相对值λ,其中$\lambda = 1 - \delta + \alpha \times (\mathrm{d}B/\mathrm{d}P)/(\mathrm{d}D/\mathrm{d}P)$:(1) 当$-1 < \lambda < 0$时,即供给弹性比需求弹性高时,市场对一个永久性的需求冲击的响应表现为在稳态附近的震荡;(2) 当$0 < \lambda < 1$,房价会突降,然后逐步回归到新的稳态。当供给弹性大于需求弹性时,房屋的供给和房价呈现出一种到达新均衡前的震荡(过度投资或投资不足)。只当供给弹性变小时,供给和价格才会不出现震荡而趋于新的均衡水平。换句话说,房价对货币政策冲击的反应依赖于不同区域市场上房地产供给与需求的一些结构性特征。

使用同样的方法,这个模型可用于分析信贷冲击(w)对房地产市场均衡的影响。并解释信贷扩张条件下的房地产市场上的泡沫形成机制[①]:信贷政策的放宽,使得银行贷款态度(w)改善,这就加强了市场上贷款者之间的竞争,导致信贷规模的扩张。如果居民的信贷可获得性上升,房价就上涨。假如房价的上涨刺激了国外资金的流入,那么这种上涨持续的时间会较长。但是,如果过度建设的影响开始显现而新的供给并没被市场完全吸收,房价就会被迫下降。当银行信贷对房价敏感时,这种周期性的波动就会被放大,开始出现繁荣紧接着就是萧条。

此模型将前文中所分析的利率、信贷渠道纳入统一的房地产市场均衡的分析框架,得出以下重要结论:(1) 区域房地产市场供求弹性的不同,是房地产市场对货币政策冲击动态响应路径为震荡还是单调收敛的关键所在;(2) 房地产市场与信贷市场之间存在着共生关系。高的房价促使银行对房地产部门的信贷扩张,而增长的银行信贷在短期



① 另一种有关房地产市场上的泡沫形成机制的解释是适应性预期理论(adaptive expectation method)。投资者使用适应性预期的方法更新他们对房价的预期,也就是他们对房价上涨呈乐观态度,随着市场参与者的增加,他们就倾向于用更高的价格去购买房屋,需求的上涨会使得房价更高,这种螺旋型互相作用机制使得房价比市场预期不变时的上涨要高。

内可刺激房地产市场，但在长期内可能由于新建项目的过度供给而使得这种影响变负；(3) 不同区域房地产市场的结构(如房地产市场容量、房地产企业实力及当地的土地制度等)及区域金融环境差异(如与银行贷款态度紧密相关的金融自由度和银行业结构)，将会改变市场参与者行为，使得房地产市场对货币政策冲击的响应方向及大小发生变化。

第三章　货币政策对我国房地产市场的宏观调控历程

房地产市场的宏观调控，是政府为使房地产业与国民经济协调发展，运用经济的、法律的和行政的手段，从宏观上对整个房地产业和房地产市场运行所进行的指导、监督、调节和控制。政府可以通过对房地产市场的宏观调控，实现房地产市场总量平衡、供给结构和需求结构的整体优化，从而使房地产业发展适应国民经济的发展要求。本章分为三个部分：第一节主要分阶段、概括性总结我国自实行货币化分房后，货币政策对房地产市场调控的演变过程及调控重点；第二、三节分别就利率和信贷两种重要的货币政策操作工具对房地产市场的调控历程、操作特点和政策效果进行分析和评价。

第一节　货币政策调控房地产市场阶段划分及调控重点

货币化分房以来，我国货币政策的实施经历了松动—紧缩—松动的周期性变化，国家利用多种货币政策工具对房地产市场实行了反周期或顺周期的宏观调控。

一、第一阶段(1998—2002年)：刺激居民住房建设与消费阶段

在此阶段，面对低迷的房地产市场和大量空置住房，政府为了拉动内需，提出把住宅建设培育成为新的经济增长点，调控的重点就是要启动居民住房建设与消费。金融政策对于房地产业的支持在这一阶段开



始由以前的关注供给转向同时关注消费供给和需求，采用多种宽松的货币政策手段刺激住宅需求，如推出商业银行的住房抵押贷款、提高抵押贷款成数、延长还款年限、八次降息等。

二、第二阶段(2003—2007 年)：调整住房供应结构和稳定住房价格阶段

上阶段刺激房地产市场的政策使得房地产投资与商品房销售的持续上涨，建造高档、大户型住宅利润率相对较高，这就导致市场上中低档住宅供应比例下降，住房供给结构日趋不合理，房地产供需矛盾更加突出。央行通过提高第二套及以上住房贷款最低首付比以及加强外商投资房地产企业的审批和监管，控制国内外货币资金流向高档房地产领域。此外，为了平抑房价、防范贷款风险，央行还取消了住房贷款优惠利率，并八次上调存款利率等。此阶段货币政策的目标主要在于调整住房供应结构和稳定房价，对货币政策工具的选择和使用较之前更为灵活及频繁。

三、第三阶段(2008—2009 年)：保障自住型住房需求，抑制投资型住房需求阶段

随着房地产市场制度的不断完善，2007 年下半年全国房地产市场的发展模式已发生了根本性的改变，这主要表现在两个方面：一是全面确立中国的住房保障体系，二是对房地产的投资与消费作出严格的区分。在这样的制度规则下，居民购房意愿显著降低，观望情绪浓厚。央行 2008 年 8 月中下旬在全国 50 个大、中、小城市进行的城镇储户问卷调查显示：第三季度城镇居民当期收入满意指数和未来收入信心指数下降，未来增收信心不足；未来 3 个月打算买房的居民人数占比为 13.3%，创 1999 年调查开始以来最低水平。面对房地产投资的下滑和交易量的萎缩，央行 5 次调低金融机构存贷款利率，部分二线城市和个别省也纷纷出台包括购房入户、免税降税、购房补贴等购房优惠措施，希望刺激房地产市场消费，挽回楼市的颓势。此轮调控对房地产市场的投资及需求结构进行了

层次划分，在保障中低收入群体自住型住房需求的同时，抑制高收入群体的投资型住房需求。

表 3-1　各阶段金融机构中、长期贷款利率调整表　　单位：%

阶段	调整时间	调整后利率			调整幅度		
		1～3年(含3年)	3～5年(含5年)	5年以上	1～3年(含3年)	3～5年(含5年)	5年以上
第一阶段	1997.10.23	9.36	9.9	10.53	0	0	0
	1998.03.25	9	9.72	10.35	−0.36	−0.18	−0.18
	1998.07.01	7.11	7.65	8.01	−1.89	−2.07	−2.34
	1998.12.07	6.66	7.2	7.56	−0.45	−0.45	−0.45
	1999.06.10	5.94	6.03	6.21	−0.72	−1.17	−1.35
	2002.02.21	5.49	5.58	5.76	−0.45	−0.45	−0.45
第二阶段	2004.10.29	5.76	5.85	6.12	0.27	0.27	0.36
	2006.04.28	6.03	6.12	6.39	0.27	0.27	0.27
	2006.08.19	6.3	6.48	6.84	0.27	0.36	0.45
	2007.03.18	6.57	6.75	7.11	0.27	0.27	0.27
	2007.05.19	6.75	6.93	7.2	0.18	0.18	0.09
	2007.07.21	7.02	7.2	7.38	0.27	0.27	0.18
	2007.08.22	7.2	7.38	7.56	0.18	0.18	0.18
	2007.09.15	7.47	7.65	7.83	0.27	0.27	0.27
	2007.12.21	7.56	7.74	7.83	0.09	0.09	0.00
第三阶段	2008.09.16	7.29	7.56	7.74	−0.27	−0.18	−0.09
	2008.10.09	7.02	7.29	7.47	−0.27	−0.27	−0.27
	2008.10.30	6.75	7.02	7.2	−0.27	−0.27	−0.27
	2008.11.27	5.67	5.94	6.12	−1.08	−1.08	−1.08
	2008.12.23	5.4	5.76	5.94	−0.27	−0.18	−0.18

数据来源：根据中国人民银行网站(http://www.pbc.gov.cn/)，Wind咨询金融终端数据库相关数据计算、整理得。

第二节　房地产市场利率政策分阶段演变及效应分析

利率政策对房地产市场的影响是通过调控房地产金融市场参与者的资金成本来发挥作用的。无论是提高或降低利率都会使得房地产金融市场参与者的成本利润约束及资产选择行为发生变化，从而促使他们调整投资决策，最终达到调控房地产市场供求结构的目的。

一、房地产市场利率政策的分阶段演变过程

（一）第一阶段：正式对个人住房贷款实行优惠利率

为了刺激住房消费，1998 年 5 月 15 日颁布的《中国人民银行个人住房贷款管理办法》规定个人住房贷款利率按法定贷款利率（不含浮动）减档执行①。1999 年，中国人民银行将住房贷款的上限由房价款的 70%提高到 80%，将个人住房贷款最长期限从 20 年延长到 30 年，并将个人住房贷款利率在原有的优惠基础上进一步下调 10%。

（二）第二阶段：取消住房贷款优惠利率，对贷款利率实行下限管理

全国房价上扬速度的加快引起了央行的警觉。2005 年 3 月 17 日，央行宣布取消住房贷款的优惠利率，将现行的住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平。对贷款利率实行下限管理，下限利率水平为相应期限档次贷款基准利率的 0.9 倍，而且商业银行可根据具体情况自主确定利率水平和内部定价规则。自 2006 年 8 月 19 日起，商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.85 倍。

（三）第三阶段：扩大个人住房贷款利率下限

为应对国际金融危机对我国经济可能产生的影响，扩大内需，提高



① 即贷款期限为 1 年期以下（含 1 年）的，执行半年以下（含半年）法定贷款利率；期限为 1 至 3 年（含 3 年）的，执行 6 个月至 1 年期（含 1 年）法定贷款利率；期限为 3 至 5 年（含 5 年）的，执行 1 至 3 年期（含 3 年）法定贷款利率；期限为 5 至 10 年（含 10 年）的，执行 3 至 5 年（含 5 年）法定贷款利率；期限为 10 年以上的，在 3 至 5 年（含 5 年）法定贷款利率基础上适当上浮，上浮幅度最高不得超过 5%。

对居民购买普通自住房的金融服务水平，中国人民银行决定，自2008年10月27日起将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍。

表3-2　住房公积金贷款利率及个人住房贷款利率调整表　单位：%

阶段划分	调整时间	五年以上公积金贷款利率		五年以上个人住房贷款利率下限	
		调整后利率	调整幅度	调整后利率	调整幅度
第一阶段	1998.01.01	8.1	0	9.9	0
	1999.09.21	4.59	−3.51	6.03	−3.87
	2002.02.21	4.05	−0.54	5.04	−0.99
第二阶段	2004.10.29	4.23	0.18	5.31	0.27
	2005.03.17	4.41	0.18	5.51	0.2
	2006.04.28	4.59	0.18	5.751	0.241
	2007.03.18	4.77	0.18	6.04	0.289
	2007.05.19	4.86	0.09	6.12	0.08
	2007.07.21	4.95	0.09	6.27	0.15
	2007.08.22	5.04	0.09	6.43	0.16
	2007.09.14	5.22	0.18	6.66	0.23
	2007.12.21	5.22	0	6.66	0
第三阶段	2008.09.16	5.13	−0.09	6.58	−0.08
	2008.10.09	4.86	−0.27	6.35	−0.23
	2008.10.27	4.59	−0.27	5.04	−1.31
	2008.11.27	4.05	−0.54	4.284	−0.756
	2008.12.23	3.87	−0.18	4.158	−0.126

数据来源：根据Wind中国金融数据库，中经网数据库（http://202.121.135.11:90/）中相关数据整理、计算得。



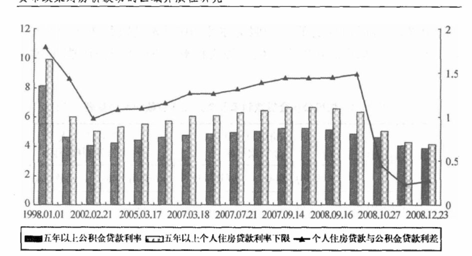


图 3-1　住房公积金贷款利率及个人住房贷款利率比较图　单位：%

数据来源：根据 Wind 中国金融数据库，中经网数据库（http：//202.121.135.11：90/）中相关数据整理、计算得。

二、利率工具调控房地产市场的操作特点

面对不同的经济环境，央行的利率调控手段也不尽相同：（1）当经济存在下滑风险，且房地产市场低迷时，央行一般会同时调低存贷款利率，以鼓励房地产投资和消费，促进经济增长和房地产市场的平稳健康发展；（2）当经济过热，同时房地产市场发展相对稳定时，央行一般会单方面提高贷款利率以限制经济的过快增长；（3）当经济过热，同时房地产市场非理性繁荣时，央行一般会同时提高存贷款利率，一方面贷款利率的提高可以起到减少投资，减缓经济增长的目的，另一方面存款利率的提高，可以引导资金分流出房地产市场，达到挤压房地产泡沫的作用；（4）而当房地产市场的上涨速度明显高于经济增速时，人民银行一般会单方面提高存款利率以引导资金分流，防止房地产市场的大起大落。

三、利率政策调控房地产市场的宏微观效应

（一）利率政策对房地产行业的宏观效应

银行提高贷款利率后，房地产企业的融资成本随之增加，这将会使



那些经营不善的房地产企业感受到更大的经营压力，促进房地产企业间的合作与并购，进一步优化行业结构，提高行业的集中度。同时，提高利率也可以增加房地产的投机成本，抑制房地产的投机性需求，对房地产市场泡沫的形成起到一定抑制作用。

（二）利率政策对房地产开发企业的微观效应

利率政策的变动对不同规模的房地产开发企业有着不同的影响。对于中小型的房地产开发企业而言，利率的提高不仅使企业财务成本加大，还可能使企业资金周转困难，导致在建项目的资金链出现危机。此时部分房地产企业可能会因为急需回笼资金，而降低销售价格：而对于资金实力雄厚的大型开发企业，他们一般具有良好的负债结构，其负债对于银行贷款的依附程度较小，有可能把利率提高所增加的财务成本转嫁给消费者，从而导致房价的进一步上涨。无论是房地产开发企业自己承担成本还是向消费者转移，都会影响到开发企业的预期，使其对投资持谨慎态度，进而缩小房地产市场投资规模。反之中央银行降息，对中小型房地产开发企业的财务状况也更为有利。目前房地产开发企业平均资产负债率高达 70%。按此计算，一个总资产 4 亿元的企业平均负债 2.8 亿元。以 2006 年最后一次加息计算，加息前月还款 2 265.6 万元，加息后月还款额为 2 271.9 万元，较加息前多 3.3 万元，年累计多还款 39 万余元。

（三）利率政策对购房者的微观效应

利率政策调整对潜在购房者带来的心理负担要远大于其实际作用，这是因为：首先，贷款利率的提高将直接增加购房者的使用成本，减少购房者对其他消费品的购买力，使其生活品质受到影响，对房屋的购买需求减弱；其次，存款利率上升会使得居民存款收益增加，趋于将更多的资金存入银行，以获取更多的稳定收益，这将挤占居民对房地产的购置费用，减少居民对房屋的购买需求。反之，如果中央银行降低存贷利率的政策则会导致更多资金流向具有保值增值特性的房地产市场。



对于已贷款购房者来说，加息会通过影响其还贷压力和支付能力，促使购房者提前还贷或部分提前还贷。以 2007 年 5 月 18 日的加息为

例，一笔总额30万、年限20年，按等额本金还贷的住房按揭贷款，加息前年利率为6.043%，加息后年利率为6.12%，加息后每月还款额比此次加息前的月还款额增加26.86元，20年利息总共需多支付6 446元。

第三节　房地产市场信贷政策演变过程及效应分析

一般国家的中央银行运用信贷政策调控房地产市场基本上是一种对需求的信贷控制，而我国由于经济主体的市场意识不强，盲目投资与过度投资现象明显，对房地产市场的信贷控制是对供给面和需求面的双重控制。

一、房地产市场信贷政策的分阶段演变过程

（一）第一阶段：信贷政策开始大力支持居民住房消费

在1998年扩大内需的战略部署中，宏观调控的重点就是要启动居民住房消费。房地产业的信贷支持政策在这一阶段也随之开始转向，从以前的主要支持供给转为同时关注住房消费和供给。随着《关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知》、《个人住房贷款管理办法》等一系列刺激住房消费政策的颁布与实施，我国个人住房贷款的市场规模在这一阶段快速扩大（参见图3-2），个人住房按揭贷款余额从1999年的1 358亿元上升到2002年的8 258亿元，占金融机构长期贷款比重也由1999年的5.98%上升到2002年年底的16.98%，该值在此后几年基本保持在20%的水平，在第一阶段是其快速扩张的阶段。从1998年到2002年，随着房地产信贷市场的发展，房地产信贷政策经历了从鼓励、宽松到规范、严格的过程。



（二）第二阶段：提高开发商获得银行贷款的门槛，鼓励自住型住房消费需求

尽管这一阶段以紧缩性信贷政策为主导，但根据调控目标的不同可将此轮房地产市场调控分成前后两个阶段：

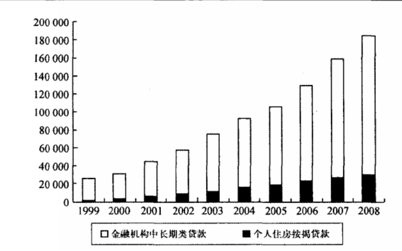


图 3-2　我国个人住房消费信贷余额示意图　单位：亿元

数据来源：中国金融年鉴（1999—2008），中经网统计数据库（http：//202.121.135.11：90/）。

前一阶段(2003—2006 年)主要是以土地和房地产开发信贷供应为突破口,从总量上控制金融资源流向房地产业的高风险领域。在 2002 年年底,全国房地产投资的高速发展就引起央行的警觉。央行以土地和信贷供应为突破口,在 2003 年 6 月 15 日发布《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》。它是自 1998 年房地产牛市启动之后,中央政府第一次正式出台的抑制房地产过热的具体措施。其目的旨在实现信贷政策对房地产市场调控的"软着陆",既支持房地产业的发展,又防止引发房地产泡沫。在此之后,央行还陆续发布了《关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例》等一系列具体指导政策,房地产开发商贷款增幅也逐年回落。2003 年银行贷款在房地产开发资金中的占比为 55.46%,2004 年下降至 52.55%,2005 年为 52.35%。

后一阶段(2006—2007 年)对房地产市场需求实行差别化调控,重点解决房价过高带来的社会问题。针对此前房价的持续高涨导致的开发商囤积土地以及住房建设和消费模式不合理等问题,人民银行、银监会在 2007 年 9 月 27 日共同发布了《关于加强商业性房地产信贷管理



的通知》。通知在重申原有房地产信贷调控政策的同时，进一步严格房地产开发贷款条件和住房消费贷款管理。信贷政策有保有压，对购房首付比例实行差别对待，既打击了房地产开发企业的囤地行为，又支持了借款人对自住住房的贷款需求。在此政策环境下，2006 年、2007 年我国购房按揭贷款总额持续上涨，其中个人住房按揭贷款占比上升。中国人民银行货币政策执行报告统计显示，2006 年年末我国购房贷款余额为 2.27 万亿，比上年末增长 19.01%。其中，个人住房贷款余额为 1.99 万亿，占购买住房余额的 87.38%。2007 年年末，购房贷款余额 3.03 万亿，增速比上年末快了 14.6%。其中，个人住房贷款余额为 2.70 万亿，比上年末增长 33.6%，占购买住房余额的 89.1%。国有四大行仍是市场上供应居民购房贷款的主要金融机构。有关数据显示，2007 年年底四大行个人房贷余额 18 437.79 亿元，个人房贷增量达 4 324.18亿元，其中工行以 1 200 多亿的房贷增量居四大行之首。包括交行、招行、浦发、民生等十四家股份制银行在 2007 年个人贷款余额为 6 704 亿元，大约只有四大行的三分之一。

（三）第三阶段：对需求端进行“动态微调”，优化住房消费结构，收紧二套房贷

受之前紧缩性货币政策及国际金融危机等诸多因素影响，2008 年我国商品房销售量萎缩。住房需求下降的影响，使得房地产信贷增速出现了较大幅度的回落。2008 年全年用于房地产业的中长期贷款为 2 407亿元，占新增中长期贷款的比重由上年同期的 13.9% 下降到 10.8%。购房贷款余额 2.98 万亿元，比上年末负增长 29.7%。其中个人住房贷款 2008 年为 2 808 亿元，不足 2007 年的 40%。为促进宏观经济平稳增长，发挥房地产市场在扩大内需中的积极作用，2008 年 12 月底，国务院办公厅印发了《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，提出加大对普通自住房和改善性住房的信贷支持力度，进一步明确了国家推动住房合理消费的基本态度。2009 年初，央行、银监会发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，从积极支持符合贷款条件的廉租住房、经济适用住房等保障性住房建设项目，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建

项目的信贷支持力度，加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度等多方面"细化"了中央精神。

在对需求端"动态微调"的房地产信贷政策的推动下，2009年上半年以来，房地产市场全面回暖。2009年二季度货币政策执行报告显示，上半年，全国完成房地产开发投资1.5万亿元，同比增长9.9%，增速自年初稳步提高；商品房销售大幅回升，增速超过2007年的历史同期最高水平。与此同时，房地产开发贷款和居民住房消费信贷也在有效拉动。2009年6月末，房地产业中长期贷款新增3 501亿元，是上年全年房地产业中长期贷款增量的1.5倍。购房贷款新增4 793亿元，同比多增2 633亿元。房地产市场渐渐回暖的同时，房地产行业的贷款风险隐患也逐渐增多，为了维护我国经济金融的安全，保护金融消费者的利益，银监会对严格执行"二套房"标准进行了重申，要求辖内商业银行严格执行"二套房"标准。

表3-3和3-4按照我国商业银行所发放的房地产信贷的使用环节，将货币化分房后的信贷政策分为开发信贷政策及购房信贷政策两大类进行总结。

表3-3　我国房地产开发贷款政策演变轨迹

日　期	文件或政策	文　件　要　点	评　　价
1998年4月7日	《中国人民银行关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知》	新开工普通住房项目，自有资金达到30%，且确有销路，安居工程项目，只要符合条件且销售率(含预售)达到75%，可按自筹资金与贷款6∶4比例发放贷款。	开始重点支持住宅建设。
2001年6月19日	《中国人民银行关于规范住房金融业务的通知》	企业自有资金不低于开发项目总投资的30%，开发项目必须具备"四证"。	防范局部房地产市场过热的预警信号，但并未真正受到重视。



续表

日期	文件或政策	文件要点	评价
2003年6月5日	《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(121号文)	(1)企业自有资金不应低于开发项目总投资的30%,对土地储备机构发放抵押贷款,贷款额度不得超过所收购土地评估价值的70%,贷款期限最长不得超过2年。(2)对未取得土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证(以下简称"四证")的项目,不得发放任何形式的贷款。(3)商业银行发放的房地产贷款,严禁跨地区使用。(4)商业银行不得发放用于缴交土地出让金的贷款。	是中国第一轮房地产牛市启动之后,中央政府第一次采取抑制房地产过热的具体措施的出台,表明中央政府对房地产的态度由支持转为警惕。
2004年4月26日	《中国人民银行关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》	房地产开发固定资产投资项目自有资本金(不含经济适用房)由20%提高到35%以上。	以资金供应为突破口,抬高房地产开发的准入门槛,控制社会资源流向房地产领域。
2004年5月	四大国有商业银行	房地产贷款审批权上收至总行或省分行。	进一步严控流向房地产领域的金融资源。降低房地产在经济中的比重。
2004年9月	银监会《商业银行房地产贷款风险管理指引》	规定建筑商不得为开发商垫资建楼,开发商开发项目自有资金不低于项目总投资的35%。	继去年央行121文件后又一次加强房地产贷款监管的重要信号。贷款操作规范程度提高,开发商获得商业银行贷款的门槛提高。

续　表

日　期	文件或政策	文　件　要　点	评　　价
2006年8月	《国务院办公厅转发建设部等部门关于调整住房供应结构稳定住房价格意见的通知》	(1) 科学、动态地测算和监控土地收储费用,开设专门的托管账户,确保土地出让收入优先归还银行贷款。(2) 合理确定贷款额度和违约必须提前还款的罚则,避免土地储备机构盲目“圈地”、盲目批地对贷款造成风险。	针对市场上开发商囤地行为的具体调控措施的出台。
2007年9月27日	央行、银监会《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》	(1) 商业银行不得对所有者权益比例达不到35%或未取得“四证”的房地产开发企业、经查实具有囤积土地和房源行为的房地产开发企业发放贷款。(2) 对空置3年以上的商品房,商业银行不得接受其作为贷款的抵押物。	旨在打击市场上囤积土地和房源的行为。
2008年1月28日	央行、银监会《经济适用住房开发贷款管理办法》	将借款人已取得“四证”列为经济适用房开发贷款条件之一。	提高保障型住房开发贷款的准入门槛。
2008年12月21日	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	(1) 积极支持符合贷款条件的廉租住房、经济适用住房等保障性住房建设项目。(2) 商业银行要根据信贷原则和监管要求,加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持力度。(3) 对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组有关企业或项目,提供融资支持和相关金融服务。	对住房开发贷款实行差别化对待,重点支持自住型和保障型住房建设。

续 表

日　期	文件或政策	文 件 要 点	评　　价
2009年5月27日	《国务院办公厅关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。	自2004年以来执行35%自有资本金贷款比例后的首次下调，已恢复到1996年的水平，预示着紧缩了数年的房地产开发贷款政策开始“松绑”。

资料来源：(1) 巴曙松、华中炜、郝婕：《房地产业发展与金融政策：发展脉络和趋势》，《福建金融》，2005年第9期，第4—9页。

(2) 中国人民银行货币政策分析小组编：《中国货币政策执行报告》(1998—2009)。

(3) 尚教蔚：《金融政策对房地产市场调整的影响与作用[EB/OL]》，中国网网站：http://www.china.com.cn/economic/txt/2009—06/27/content_18024510_2.htm，2009。

表3-4　我国个人住房消费和商业用房信贷政策的演变

日　期	文件或政策	文 件 要 点	评　　价
1998年4月7日	《关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知》	(1) 允许所有商业银行对所有普通商品房办理个人住房贷款业务。(2) 住房贷款主要由主要支持普通住房的开发建设转向普通住房消费及配套设施建设。	取消房地产贷款规模限制；打破了主要由建设银行垄断的房地产金融业务，加大金融对住宅消费的支持力度；放松了居民申请抵押贷款的条件。
1998年5月15日	《中国人民银行个人住房贷款管理办法》	(1) 购房首期款不低于30%，贷款期限最长不超过20年(后延长至30年)。(2) 将申请个人住房贷款的人群由原来只能用于购买用公积金建造的自用普通住房扩大为可用于购买所有自用普通住房。(3) 将个人住房贷款业务的实施城市范围由只在安居工程试点城市实施扩大为所有城镇。(4) 将个人住房贷款业务办理的金融机构由工、建、农3家银行扩大为所有银行。	信贷政策支持房地产消费市场的高效力政策，直接启动了房地产业的高速发展。

续 表

日 期	文件或政策	文件要点	评 价
1998年7月3日	《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》	(1) 建立健全职工个人住房公积金账户,进一步提高住房公积金的归集率,继续按照"房委会决策,中心运作,银行专户,财政监督"的原则,加强住房公积金管理工作。(2) 对住房公积金贷款方向作出调整,主要用于职工个人购买、建造、大修理自住住房贷款。(3) 提出发展住房公积金贷款与商业银行贷款相结合的组合住房贷款业务。(4) 住房资金管理机构和商业银行要简化手续,提高服务效率。	提出全面推行和完善住房公积金贷款制度。
2001年6月19日	《中国人民银行关于规范住房金融业务的通知》(195号文)	(1) 购买期房必须是多层住宅主体结构封顶,高层住宅完成总投资的2/3。(2) 严禁发放"零首付"贷款,抵值比最高不超过80%。(3) 商业银行办理新的个人住房贷款业务品种必须报经中国人民银行批准。	划定了我国房地产金融的模式,即银行资金对房地产开发仅起助推作用,不能成为房地产开发主要资金来源。
2002年8月15日	《关于加强住房公积金信贷业务管理的通知》	(1) 强调受托办理住房公积金信贷业务的商业银行为工、农、中、建、交,受托办理住房公积金账户设立、缴存、归还等手续的承办银行,一个城市不超过两家,其他金融机构一律不得办理住房公积金业务。(2) 各管理中心违反《条例》规定使用住房公积金的,各承办银行应坚决拒绝,不予办理。人民银行各分支机构应对承办银行的住房公积金信贷业务实施监管。	加强对商业银行住房公积金信贷管理。



续 表

日 期	文件或政策	文 件 要 点	评 价
2003年6月5日	《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(121号文)	(1)主体结构封顶才能发放个人住房消费贷款。(2)购买第一套,首付款仍执行20%的规定,购买第二套及以上的,应适当提高首付款比例。个人商业用房贷款的抵借比不得超过60%,贷款期限最长不得超过10年。	对个人多套住房贷款和高档住房贷款制定了比较原则性的限制措施,进一步规范房地产信贷市场发展。由于实施细则没有出台,没有对个人住房信贷形成太多影响。
2004年9月2日	银监会《商业银行房地产贷款风险管理指引》	从风险管理的角度要求商业银行在发放个人住房贷款时应关注贷款人的偿还能力,将借款人住房贷款的月还款额与收入比控制在50%以下(含50%),月所有债务支出与收入比控制在55%以下(含55%)。	消费者获得商业银行贷款的门槛提高。
2005年3月17日	《调整商业银行住房信贷政策和下调金融机构超额准备金利率的通知》	对房价上涨过快的城市或地区,个人住房贷款最低首付款比例可由现行的20%提高到30%。	调控需求的重要政策,对上海等地抑制投机性需求起到了明显作用,但引起了普通消费者的强烈反应。
2007年9月27日	央行、银监会《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》。	(1)对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的,贷款首付款比例不得低于40%;对购买首套自住房且套型建筑面积在90平方米以下的,贷款首付款比例不得低于20%;(2)对购买首套自住房且套型建筑面积在90平方米以上的,贷款首付款比例不得低于30%;(3)对商业用房信贷规模的控制措施包括:首付款比例不得低于50%,期限不得超过10年等。	主要抑制投资性需求,而自住和改善型需求可能不会受到冲击。

续　表

日　期	文件或政策	文　件　要　点	评　　价
2007年12月5日	央行、银监会《关于加强商业性房地产信贷管理的补充通知》	对“第二套房”做出明确说明，以借款人家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)为单位来认定房贷次数。	进一步要求银行严格执行“二套房”标准，打击投资性需求。
2008年12月21日	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	在落实居民首次贷款购买普通自住房，享受贷款利率和首付款比例优惠政策的同时，对已贷款购买一套住房，但人均住房面积低于当地平均水平，再申请贷款购买第二套用于改善居住条件的普通自住房的居民，可比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。	加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度，鼓励普通商品住房消费。
2009年6月22日	银监会《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》	规定不得以征信系统未联网、异地购房难调查等为由放弃“二套房贷”政策约束，不得自行解释“二套房贷”认定标准，不得以任何手段变相降低首付款的比例成数。坚持贷款标准，严格借款人资格审查，审慎评估借款人风险，确定合理的贷款利率。	对二套房政策作出严厉重申，坚持重点支持借款人购买首套自住住房的贷款需求。加强信贷管理，严格防范房地产按揭贷款业务中诸如“假按揭”、“假首付”、“假房价”、“二套房贷”标准放宽等问题的出现。

资料来源：(1) 巴曙松、华中炜、郝婕：《房地产业发展与金融政策：发展脉络和趋势》，《福建金融》，2005年第9期，第4—9页。

(2) 中国人民银行货币政策分析小组编：《中国货币政策执行报告》(1998—2009)。

(3) 尚教蔚：《金融政策对房地产市场调整的影响与作用[EB/OL]》，中国网网站：http://www.china.com.cn/economic/txt/2009-06/27/content_18024510_2.htm，2009。



尽管我国的信贷政策在一定程度上达到了预期的调控效果，但实际房地产市场调控过程中却因为存在着中央政府与地方政府、商业银行利益相背离的问题，使得信贷传导的效能受到损失。银行的房地产

信贷业务从地方政府的土地储备贷款、开发商的土地储备和项目建设贷款、施工企业的流动资金贷款，直到最后的个人住房贷款都有涉及。相对于其他类型的贷款来说，房地产贷款通常被视作高质量、低风险的资产，房地产信贷的风险常常在5—7年甚至更长时期以后才会出现，为避免因房价下跌而引发坏账，银行的价值取向必然是高房价。而在现有财政体制和政绩考核体系下，各级地方政府无论是出于财政增收、政绩形象还是其他的利益需要，都具有推动房地产业发展的强烈动力。这就使得银行很容易与地方政府和房地产开发商结成利益同盟，对中央政府的房地产和信贷风险控制政策阳奉阴违甚至公然违背。

二、信贷工具调控房地产市场的操作特点

各个阶段中管理层调控房地产市场目标的差异，使得每阶段的信贷工具操作的方式也有所不同：(1) 当经济存在下滑风险，且房地产市场低迷时，国家会采用直接干预房地产信贷额的方式，松动银根，对房地产投资者和消费者提供信贷支持；(2) 当经济过热，同时房地产市场发展相对稳定时，央行多采用温和的窗口指导的方式，通过提高房地产开发企业门槛和资信要求来规范房地产开发企业行为，引导社会资金合理分配；(3) 当经济过热，同时房地产市场非理性繁荣时，央行会同时对房地产生产信用和消费信用双方进行较大力度的控制，对银行信贷结构和信贷条件提出具体要求，以在短时间内达到控制资金流向的目的；(4) 当房地产市场的上涨速度明显高于经济增速时，国家会对房地产投资和消费结构进行微调，通过信贷政策控制高档房的开发，积极支持中低档房的开发，在协调房地产市场健康发展的同时促进经济增长。

三、信贷政策调控房地产市场的宏微观效应

（一）信贷政策对房地产行业的宏观效应



房地产市场发展具有较明显周期性，并常与宏观经济周期和信贷周期密切相关。经济高涨时期房地产投资收益率明显较高，房地产开发商因市场极度乐观和高额利润大量开发房产，筹措巨额资金用于周转。银行等金融机构为争夺资金市场以求盈利，盲目扩张贷款数额，推

动房地产市场价格的飞速上涨。此时，即使国家采取紧缩性的信贷政策，也并不能完全控制大量信贷资金向房地产市场的集聚。在此情况下，一旦国民经济遭遇寒流，房地产市场需求就会受到重创，以致房价大跌，房地产开发商因销售困难而无力按期偿还银行贷款，部分企业破产倒闭，银行虽有房地产抵押却无法轻易变现，形成大量呆账、坏账，严重影响银行的信誉和营运能力，引发银行信用危机。当前中国为了加强房地产市场的信贷管理，防范房地产市场的金融风险，对房地产行业进行调控的核心在于强调商业银行严格区分房地产投资和消费，有针对性地放款。但是，就目前中国的房地产信息管理来看，每个部门都是根据自己的需要来界定房地产投资与消费，在这样的情况下，商业银行要获得房地产的有效信息并正确评估房地产项目风险确是非常困难。

（二）信贷政策对房地产开发企业的微观效应

信贷政策的全面收紧，导致开发商借贷资金的取得成本和难度增加，滚动开发的操作模式和企业资金利用率最大化原则，使房地产开发企业资金链短期内受到严峻考验，企业开发投资规模直接受到影响。图 3－3 显示，房地产开发贷款规模的变动与房地产新开工面积有着较高的同步性，房地产开发贷款政策在短期内就可对开发商的投资行为产生较强的约束效力。

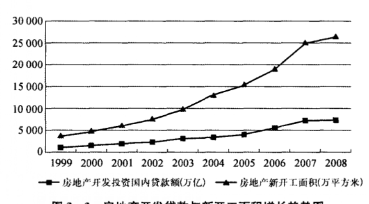


图 3－3　房地产开发贷款与新开工面积增长趋势图

数据来源：中国房地产统计年鉴(1999—2008)，中国统计年鉴(1998—2008)。



对于调整投资结构，打击投机性需求这类针对性较强的信贷政策

(如“二套房”政策等),企业则由于自身的客户群体差异而会对此类信贷政策产生不同的反应。如果公司客户群体以自住需求为主,高中低档产品布局结构稳定合理,公司经营管理和产品销售状况良好,那么企业受调整投资结构的信贷政策的影响较弱。而如果企业客户群中的中高档客户较多,那么在信贷政策紧缩时,它们的销售量波动较大。在此背景下,受宏观政策影响较小的公司可能依托管理、品牌和规模优势,可利用政策调控带来的行业整合机会,实现盈利的大幅增长或获得大股东的资产注入,业绩会有较好的表现。

(三)信贷政策对购房者的微观效应

信贷规模扩大,会增加消费者潜在需求,助长房价上涨,推动住房超前需求,反之亦然。中国住房消费信贷制度存在的不足,是早几年房地产炒作根源。近年我国调控房地产需求面的信贷政策始终强调的是个人住房购买的消费性,打击市场投资和投机行为。央行也一直不断地在完善及规范住房消费贷款制度方面做努力,以保障居民的自住和改善型需求,加强对商业银行房地产信贷风险防范。

比较图3-3和图3-4可知,我国个人住房按揭贷款放松与收紧与居民住宅销售面积的变动,并不像开发贷款与开工面积一样表现出明显的同步性,这说明个人住房按揭贷款涉及年限较长,这使其对居民住房购买行为的约束力在短期内并不能很好的发挥。

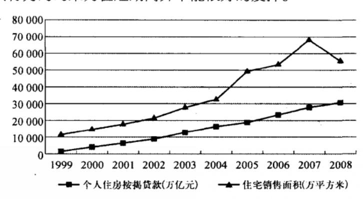


图3-4 住房按揭贷款与住宅销售面积增长趋势图

数据来源:中国房地产统计年鉴(1999—2008),中国金融年鉴(1998—2008)。



第四章　我国房价波动区域异质性的经验证据

房地产产品的不可移动性，和房地产产品消费的地域性，使得房地产业的发展具有明显的区域特征。房地产业与当地的宏观经济发展之间是相互促进、相互制约的关系。一方面房地产市场可通过房地产的投资、消费活动影响一个地区的经济总产值，其区域特性会对一个地区的经济发展产生较大的外部性。另一方面，一个地区经济发展水平、人口流动性、自然资源禀赋等都将决定该地区房地产产品的供给和需求空间，因此，受多种因素影响，使得房地产市场的价格波动具有鲜明的区域特征。

以近期的一轮宏观调控为例，2007 年内，央行通过 10 次上调存款准备金率，使得全国年末房价的整体涨幅得到有效抑制，全国房地产环比价格指数从 2007 年 9 月的 1.7%逐月下降到 12 月的 0.2%，累计下降 1.5%。[①] 然而，总体的数据却无法掩盖地区间房价波动的异质性。为了初步比较各地区房价变动的情况，本书分别从东、中、西部地区选择若干具有代表性的城市，其中，东部选择北京、上海、广州和天津（见图 4－1a）；中部选择郑州和武汉；西部选择重庆和成都（见图 4－1b），来初步考察其增长趋势和波动状况。经比较发现：2007 年东部代表性城市房价增长趋势变动较为一致，在越来越紧缩的货币政策调控环境中，调控效果在后半年逐渐显现，尤其是在年底均出现较明显降温；中部地区代表性城市的房价总体上对宏观调控的反应较温和；而西部地区代



① 国家发改委编：《〈全国 70 个大中城市房屋销售价格指数〉一览表（2007 年 9 月—2007 年 12 月）》，国家发改委网站，http://www.sdpc.gov.cn/，2009。

表性城市的房价走势波动最大，尽管个别月份会出现逆势大幅上涨的情况，但由于政策效果显现较早，全年看来累积效果显著。

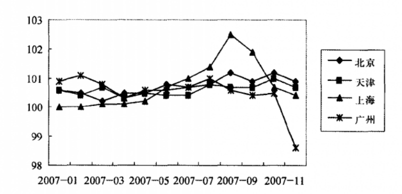


图 4-1a　东部代表城市 2007 年房价走势图

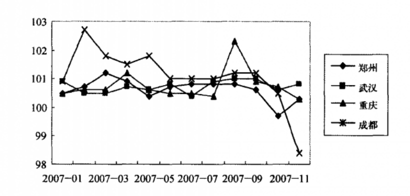


图 4-1b　中、西部代表城市 2007 年房价走势图

上文仅仅是使用较为简单的图示法验证了在宏观调控背景下我国区域间房价波动存在异质性这一直观判断。但这种异质性究竟是由于各地房地产市场发展的长期非平衡性所致，还只是受某些噪音干扰所表现出的某种巧合，就需要用更为严谨和科学的计量分析方法来予以考察。本章使用时间序列分析方法，从全国、区块和省市三个层面上分析我国区域间房价波动的长期均衡关系。



第一节　计量模型与研究方法选择

一、单位根检验

当前最广泛使用的单位根检验方法是 DF(Dickey-Fuller)检验，考虑最简单的一阶自回归(Autoregressive AR(1)) 过程：

$$y_t = u + \rho y_{t-1} + \varepsilon_t \tag{4.1}$$

其中 y_{t-1} 是 y_t 的一阶滞后项，u 是常数项，ε_t 是白噪音。如果 $|\rho| \geq 1$，则 y 是非平稳时间序列，y 的方差随着时间增加直至无穷。如果 $|\rho| < 1$，则 y 是(趋势)平稳项。因此，(趋势)平稳的假设就是检验 ρ 的绝对值是否小于 1。单位根检验通常就是证实原假设 $H_0: \rho = 1$ 相对于单边备择假设 $H_1: \rho < 1$ 是合理的。如果 $\rho = 1$，则上述 AR(1) 过程称为有单位根，而如果 $\rho < 1$，则被称为平稳。为了测试单位根，DF 检验将等式(4.1)设定如下：

$$\Delta y_t = u + \alpha y_{t-1} + \varepsilon_t \tag{4.2}$$

此处 $(\alpha = \rho - 1)$。此时，原假设和备择假设可被重写为：

$$\{H_0: a = 0;\ H_1: a < 0\} \tag{4.3}$$

然后使用 t 值检验 α：

$$t_a = \frac{\hat{a}}{(se(\hat{a}))} \tag{4.4}$$

其中 $\hat{a}$ 是 a 的估计值，而 $se(\hat{a})$是 $\hat{a}$ 的标准差。Dickey 和 Fuller(1979)① 证实在原单位根假设下，此统计值并不遵循传统的 t 分布。以上简单的 DF 单位根检验只有当序列符合 AR(1)过程时才有效。如果序列是高阶滞后相关的，有关白噪音的序列独立假设就是错误的。扩展的 ADF(Augmented



① Dickey. D. A., Fuller. W. A., Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Journal of the American Statistical Association*, 1979, 74(366): pp. 427 - 431.

Dickey — Fuller)检验就通过假设 y 序列遵循 AR(p)过程,构造了有关高阶相关的参数修正。然后继续使用(4.4)去检验(4.3)的假设。Fuller 得出的一个重要结论是 α 的 t 值分布与 ADF 回归中的一阶滞后项个数无关。

二、协整检验

如果序列 X_{1t} , X_{2t} , …, X_{kt} 都是 d 阶单整,存在一个向量 $\alpha=(\alpha_1, \alpha_2, \cdots, \alpha_k)$, 使得 $Z_t = \alpha X_t' \sim I(d-b)$,其中 $b>0$,$X_t=(X_{1t}, X_{2t}, \cdots, X_{kt})$,则认为序列 X_{1t}, X_{2t}, …, X_{kt} 是 (d, b) 协整(Cointegration),记为 $X_t \sim CI(d, b)$, α 为协整向量。如果两个变量都是单整变量,只有当他们的单整阶数相同时才可能协整;两个以上变量如果具有不同的单整阶数,有可能经过线性组合构成低阶单整变量。协整的意义在于它揭示变量之间是否存在一种长期稳定的均衡关系。满足协整的经济变量之间不能相互分离太远,一次冲击只能使它们短时间内偏离均衡位置,在长期中会自动恢复到均衡位置。

三、Granger 因果关系检验

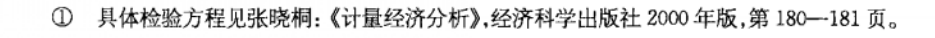
协整检验结果告诉我们变量之间是否存在长期的均衡关系,但是这种关系是否构成因果关系还需要进一步验证。Granger(1969)提出的因果关系检验可以解决此类问题。其基本原理是;在做 Y 对其他变量(包括自身的过去值)的回归时,如果把 X 的滞后值包括进来能显著地改进对 Y 的预测,我们就认为 X 是 Y 的 Granger 原因。类似定义 Y 是 X 的 Granger 原因①。

第二节　数据说明与变量平稳性检验

一、区域房价的统计特征

考虑到时间序列长短及数据可得性,本书使用全国 30 省市 2001



① 具体检验方程见张晓峒:《计量经济分析》,经济科学出版社 2000 年版,第 180—181 页。

年 1 月至 2008 年 12 月数据构成面板，整个样本时间跨度为 96 个月。其中，住宅月度销售额和销售面积数据来源于中国房地产统计年鉴(1999—2007)、各省市统计年鉴、中经网产业数据库及 Wind 中国金融数据库。本章中所有统计检验均使用 Eviews6.0 软件完成。

文中住宅销售价格计算公式如下：

住宅销售价格＝(本月销售额－上月销售额)/
(本月销售面积－上月销售面积)

表 4－1 和图 4－2 给出了全国、东、中、西部地区房价的各种统计特征：

表 4－1　各地区住宅销售价格的统计特征

指标＼地区	全　国	东　部	中　部	西　部
省市个数	30	11	9	10
房价均 (元/平方米)	2 841	3 890	1 751	1 795
房价最大值(元/平方米)	14 247	14 247	4 606	3 595
房价标准差	1 567	2 014	617	535

从表 4－1 中可以看出，相对于东部地区，中部地区和西部地区房价的均值差别较小，而且这两个地区内部的均值偏差(标准差)也较小，这表明中、西部地区各省市之间房价的差异化并不明显。而东部各省

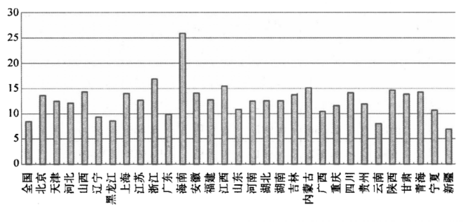


图 4－2　2001—2008 年全国 30 省市住宅销售价格平均同比增长率　单位：%



市由于经济发展的多样化程度、人口密度和自然禀赋存在较明显差异，因此东部各省市之间的房价偏差较大。

图 4－2 显示的是省市层面的房地产波动状况，其中各省市的排列从左到右依次从属于东、中、西部区域。尽管东、中、西部地区房价绝对值差异较大，但从 2001—2008 年的房价平均增长率来看，全国绝大部分省市房价增长率都集中在 10%～15%的增长区间，并没有因为所属区块的不同而呈现出明显的变化。

二、房价单位根检验结果

为了分析区域房价间的长期均衡关系，首先必须对房价序列的收敛性进行检验，在计量经济学中，收敛性可被解释为常数和稳态，因此单位根检验是一个很好的检验序列收敛性的方法。常见的单位根检验方法有上文介绍的 DF 检验和扩展的 DF 检验(即 ADF 检验)。DF 检验适用于变量时间序列为一阶自回归的情况，对于高阶回归的变量时间序列应该采用 ADF 检验。本书使用 ADF 检验，滞后项 P 按照 SC 准则和 AIC 准则选择。为了克服房价序列的异方差性，实证分析中的各区域房价变量均以对数形式出现。单位根检验结果见表 4－2：

表 4－2　房价单位根检验结果

区域级别	变量	水平 ADF 检验			一阶差分 ADF 检验		
		t 检验值	P 值	单位根检验结果	t 检验值	P 值	单位根检验结果
全国	全国	−0.826	0.807	非平稳	−6.854	0.000	平稳
区域	东部	−0.331	0.915	非平稳	−10.717	0.000	平稳
	中部	−0.131	0.942	非平稳	−11.135	0.000	平稳
	西部	0.536	0.987	非平稳	−8.336	0.000	平稳
30 个省、自治区、直辖市	安徽	−0.812	0.811	非平稳	−11.023	0.000	平稳
	北京	−0.618	0.860	非平稳	−7.659	0.000	平稳
	重庆	−1.129	0.702	非平稳	−12.213	0.000	平稳
	福建	−0.334	0.915	非平稳	−9.373	0.000	平稳

续　表

区域级别	变量	水平 ADF 检验			一阶差分 ADF 检验		
		t 检验值	P 值	单位根检验结果	t 检验值	P 值	单位根检验结果
30个省、自治区、直辖市	甘肃	0.588	0.842	非平稳	−9.803	0.000	平稳
	广东	−0.627	0.858	非平稳	−13.430	0.000	平稳
	广西	−1.828	0.365	非平稳	−11.547	0.000	平稳
	贵州	−1.432	0.563	非平稳	−11.586	0.000	平稳
	海南	−2.825	0.059	非平稳	−16.478	0.000	平稳
	河北	−0.777	0.821	非平稳	−10.825	0.000	平稳
	黑龙江	−1.778	0.389	非平稳	−13.386	0.000	平稳
	河南	0.536	0.830	非平稳	−14.036	0.000	平稳
	湖北	−2.039	0.270	非平稳	−8.332	0.000	平稳
	湖南	−1.255	0.647	非平稳	−11.056	0.000	平稳
	江苏	−0.879	0.791	非平稳	−8.408	0.000	平稳
	江西	−0.697	0.842	非平稳	−8.846	0.000	平稳
	吉林	0.556	0.834	非平稳	−9.433	0.000	平稳
	辽宁	1.398	0.999	非平稳	−8.611	0.000	平稳
	内蒙	−1.313	0.621	非平稳	−9.458	0.000	平稳
	宁夏	−1.955	0.306	非平稳	−11.290	0.000	平稳
	青海	0.235	0.752	非平稳	−8.583	0.000	平稳
	山西	−2.536	0.110	非平稳	−11.068	0.000	平稳
	上海	−1.359	0.599	非平稳	−8.665	0.000	平稳
	山东	−1.127	0.702	非平稳	−7.705	0.000	平稳
	陕西	−2.960	0.043	非平稳	−11.020	0.000	平稳
	四川	−0.781	0.820	非平稳	−11.999	0.000	平稳
	天津	−1.114	0.708	非平稳	−13.155	0.000	平稳
	新疆	−1.902	0.330	非平稳	−10.269	0.000	平稳
	云南	1.429	0.961	非平稳	−8.682	0.000	平稳
	浙江	−0.951	0.768	非平稳	−14.086	0.000	平稳

注：当 P 值大于 5%时，拒绝原假设。

从表 4 - 2 可以看出，尽管所有房价对数序列均为水平非平稳的，但是经过一阶差分变换后的 ADF 检验结果表明，所有区域的房价对数时间序列均在 1%的水平上拒绝单位根假设，即它们均为一阶单整。因而，可以对其进行双向协整检验。

第三节　房价波动异质性的实证分析
——来自全国、区域及省市层面的证据

一、全国与区块间房价波动的长期均衡检验

McCarthy 和 Peach(2004)指出，一个国家范围内的房地产市场包括了许多异质的地区市场，所以一个国家总体范围内的房地产平均价格常常表现出较为温和的波动。根据本章第一节中关于协整模型的设定，本书首先估计反映不同地区房价与全国房价之间长期趋势的均衡方程，其结果如表 4 - 3 所示。

表 4 - 3　各区域房价与全国房价波动之间的长期均衡检验结果

区域	协整系数	迹检验	最大特征根检验	格兰杰(Granger)因果检验结果
东部	1.398 (0.073)	16.285*	16.139*	东部房价是全国房价变动的格兰杰原因； 全国房价不是东部房价变动的格兰杰原因。
中部	1.352 (0.048)	26.008**	25.867**	中部房价是全国房价变动的格兰杰原因； 全国房价不是中部房价变动的格兰杰原因。
西部	1.063 (0.092)	9.819	9.168	西部房价与全国房价变动互不为格兰杰因果关系。

注：**、* 分别表示在 1%、5%的显著性水平下拒绝原假设。括号内为标准差(下同)。



表 4-3 的模型估计结果显示，无论从迹统计量还是最大特征值统计量判断，东部房价和中部房价都与全国房价之间均存在着协整关系，这也就意味着东部房价和中部房价与全国房价变动之间存在着长期的均衡关系，而西部地区与全国房价之间的长期均衡关系却不显著。进一步的格兰杰因果检验表明，东部地区和中部地区房价对全国房价具有明显的推动作用，但反之并不成立。协整系数表示的是各地区房价变动与全国房价波动的弹性系数，表 4-3 中的协整系数显示，东部地区房价对全国房价的推动作用强于中部地区，东部地区房价只需上涨 0.715%①就会使得全国房价上涨 1%，而中部地区需上涨 0.74%才能带动全国房价 1%的涨幅。

二、区域间房价波动的长期均衡检验

国外对区域间房价的联动性已经进行了较为深入的研究，其观点概括说来可以分为两类②：第一，区域中心城市房价先变化，随后引起周边地区房价变化，二者具有相似的变动趋势；第二，由于市场参与者无法准确判断某个房地产的基本价值，往往根据其他城市甚至其他国家的房地产市场状况形成其对未来房价的预期，这会通过非理性预期行为影响城市房价波动。本书利用双向协整模型对东、中、西部地区房价之间的联动及“空间扩散”效应进行研究。

表 4-4　各区域之间房价波动的协整结果

变　量	趋势项系数	协整系数	迹统计量	最大特征根统计量
东部与中部房价	0.003 9 (0.002)	1.378 (0.158)	38.343**	31.939**
东部与西部房价	无	1.342 (0.040)	31.219**	31.101**
中部与西部房价	无	1.303 (0.068)	17.433*	17.427*



① 0.715%为表 4-3 中协整系数 1.398 的倒数。
② 洪涛、西宝、高波：《房价区域间联动与泡沫的空间扩散》，《统计研究》，2007 年第 8 期。

表4-4中的实证结果显示东、中、西部任意两地区之间的房价波动都存在着长期均衡关系。为了进一步证实两两区域之间，哪个地区房价的波动居住“领导者”地位，哪个地区房价波动处于“跟随者”地位，我们进一步使用Granger因果检验进行实证分析，如表4-5所示。

表4-5　各区域房价之间的格兰杰因果检验结果

组号	原假设(H_0)	F统计量	P值
(1)	东部房价变动不是中部房价变动的格兰杰原因	9.820**	0.000
	中部房价变动不是东部房价变动的格兰杰原因	4.562*	0.013
(2)	东部房价变动不是西部房价变动的格兰杰原因	18.026**	0.000
	西部房价变动不是东部房价变动的格兰杰原因	0.139	0.870
(3)	中部房价变动不是西部房价变动的格兰杰原因	7.101**	0.001
	西部房价变动不是中部房价变动的格兰杰原因	0.734	0.483

注：如果$P>0.05$，则接受原假设，否则拒绝原假设。

从表4-5的检验结果中我们可以发现，东部房价与中部房价之间互为Granger因果关系，这说明无论东部地区房价还是中部地区房价哪个先变动，都会对另一个地区房价的变动产生“空间扩散”效应。此外，东部地区和中部地区房价的变动还可以带动西部地区房价的变动，但是西部地区房价的变化却不足以影响到东部地区房价和中部地区房价。由此可见，房价高的地区的房价会产生“空间扩散”效应，拉动低房价地区房价的上涨。

这种区域间房价的“空间扩散”效应主要是由于房地产的跨地区投资行为所引起的。房地产投资产品的优势在于：一是在通货膨胀时期，房地产有水涨船高的特点，可以规避储蓄存款负利率和股市波动的风险；二是在我国住房投资交易成本和持有成本比较低，税赋多由买方承担。东部地区经济活动频繁，民间和国际资本的大量流入，使得东部地区房地产的投资需求旺盛，区域房地产市场投资热现象明显。而这种局部房地产投资热会随着的房地产的跨地区投资行为不断扩散：首先，房地产的跨区域投资行为会直接导致资本流入地区的土地价格和

房价上升;其次,资本流入地区的地产商看到局部房地产市场过热现象后,容易对本地区市场产生过度乐观的预期;最后,资本流入地区的人们预期间相互作用所产生的"羊群效应"(Herding Effect)会促使房价的进一步上升。由此就形成了高房价地区向低房价地区的价格"空间扩散"效应。

三、全国与省市之间房价波动的长期均衡检验

采用相同的分析方法,我们将全国房价分别与 30 个省、市、自治区的房价进行两两协整关系检验。实证结果已按东、中、西部进行排序,并归纳为表 4-6。

表 4-6　全国与 30 省市、自治区之间房价的协整检验结果

地　区	协整系数	标准差	迹检验	最大特征根检验
北　京	2.320	1.875	20.584*	6.430 9*
福　建	1.597	0.125	17.484*	17.079*
广　东	2.966	0.545	24.343**	17.453 43*
海　南	1.353	0.157	25.734**	25.168**
江　苏	1.356	0.052	27.367**	26.737**
上　海	1.316	0.093	22.240**	21.246**
浙　江	2.007	0.147	27.994**	27.485**
山　西	1.142	0.108	24.393**	23.640**
山　东	1.038	0.049	36.238**	35.482**
天　津	1.575	0.100	21.477**	20.929 3**
辽　宁	0.756	0.093	25.711**	25.22**
安　徽	1.563	0.086	26.096**	25.843**
河　北	1.205	0.139	18.656*	18.033*
黑龙江	0.795	0.088	18.560*	17.903*
河　南	0.990	0.053	55.008**	54.323**
湖　北	1.275	0.067	32.325**	31.746**



续 表

地 区	协整系数	标准差	迹检验	最大特征根检验
湖 南	1.022	0.091	34.215**	33.262**
吉 林	0.487	0.144	30.063**	29.382**
江 西	1.460	0.098	28.750**	28.354**
内蒙古	1.304	0.120	30.723**	30.165**
重 庆	1.327	0.065	26.686**	26.101**
广 西	0.674	0.092	17.637*	17.022*
贵 州	1.097	0.089	26.423**	25.864**
甘 肃	0.911	0.109	26.922**	26.166**
陕 西	0.940	0.144	19.409*	18.422*
宁 夏	0.469	0.083	22.057**	21.311**
青 海	0.865	0.107	36.753**	35.742**
四 川	1.568	0.181	11.317	10.717
新 疆	0.580	0.102	22.729**	21.889**
云 南	0.548	0.069	44.514**	43.808**

尽管从迹统计量和最大特征值统计量来说，全国与各个省市房价均存在长期均衡关系，但是各省市房价与全国房价变动的弹性系数并不相同，为了更直观地比较全国与各省市房价长期依赖程度关系，我们将协整系数用柱形图显示出来（见图 4 - 3）。图 4 - 3 中从下至上的省市排列所属区域依次为东、中、西部地区。

从图 4 - 3 中可以分析发现，东部地区各省市的房价与全国房价之间的协整系数大多集聚在[1, 2]这一区间，即全国房价上涨 1%，除辽宁以外的东部各省市涨幅都可达 1%～2%，广东、北京两地的涨幅甚至还远超过 2%；中部地区各省市的房价与全国房价之间的弹性系数分布在[0.5, 1.5]这一区间，9 个省市中有 6 个省市的房价涨幅高于全国，而河南、黑龙江、吉林的房价涨幅会略低于全国；西部地区省市与全国房价之间的协整系数则大多集聚在[0.5, 1]这一区间，若全国房价上涨

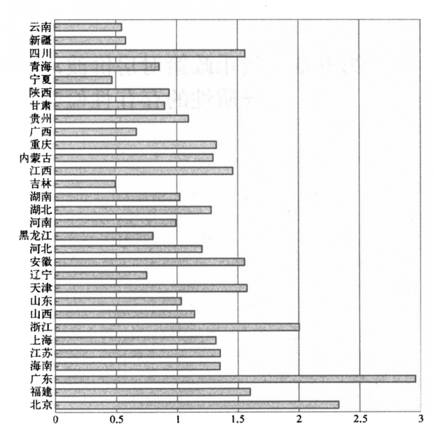


图 4-3　各省市房价与全国房价的协整系数分布区间图

1%，西部省市除了四川、重庆和贵州的涨幅会超过 1%外，其他大多集中在 0.5%～1%之间，宁夏地区的涨幅甚至还不到 0.5%。此部分实证是上面区域和全国房价实证在省市层面的细化分析，所得结论也能与上文中的结论形成一致。

第五章　货币政策对房价波动区域异质性的存在性检验

长期以来，学者们研究货币政策传导机制对房地产市场作用，均是以区域经济的同质性为理论前提的，并没有考虑区域条件差异对货币政策调控房地产市场效力的影响。那么，在第四章中所刻画的在宏观调控环境下房价波动的区域异质性，是否是由于货币政策对区域房地产市场效力的非均衡所导致？在宏观调控过程中，央行往往会同时地组合采用多种货币政策工具，那么，不同区域的房地产市场对不同货币政策工具的反应时间、速度、幅度又有何异同之处？每个房地产子市场上最为有效的货币政策工具又是什么？为了更好地协调区域房地产市场间的发展，减少货币政策执行效率的损失，本章将使用更为科学和新颖的实证分析方法对这些问题作出尝试性的回答。

第一节　数据说明与模型设定

一、数据说明和预处理

为了保证研究的连贯性和结论的可比性，本章所使用的住宅销售价格数据及其处理方式和第四章中相同。采用各省市城镇居民人均可支配收入指标来反应各省市人均收入水平。为了方便分析，这里将货币政策工具分为调整货币、信贷总量的数量型货币政策工具和调整资金相对收益的价格型货币政策工具。近年来，中央银行采用较多的数量型货币政策工具包括公开市场操作、法定存款准备金率及信贷窗口指导，而采用较多的价格型货币政策工具是对存贷款利率的调整。本

书选取 M_0 和金融机构人民币贷款余额作为数量型货币政策工具变量,选取房地产开发和住房按揭联系最紧密的金融机构中长期贷款利率作为价格型货币政策工具的变量。以上所有数据取自中经网统计数据库、Wind 中国金融数据库、国研网和中国人民银行统计季报。

为了消除价格因素,本书先将住宅销售价格、城镇居民人均可支配收入、货币供给量、金融机构人民币贷款余额四变量的名义值除以居民消费价格指数①,得到各自的实际值。然后将中长期贷款利率减去通货膨胀率得到实际贷款利率②(rate)。为了克服变量序列之间的异方差性,实证分析中除实际利率外的所有变量均以对数的形式出现,分别记做 rhp,y,lnrm0,tloan。本章中所有实证检验均使用 STATA 10.0 软件完成。

二、模型比较与选择

(一)国内外相关实证研究方法比较

随着各国金融改革的深化,房地产及其上下游产业对金融体系的依赖度日益增强,有关货币政策对房地产市场效力方面的研究引起了众多学者的关注。国内外学者们大都从货币供给、货币政策传导渠道出发,使用不同的计量模型来考察货币政策对房地产市场的影响。在货币政策对房地产市场影响的实证研究中,目前较常见的方法是采用 VAR 模型。例如,Matteo 和 Raoul (2003)③ 利用 VAR (Vector Autoregression)模型分析了芬兰、德国、挪威和英国的房地产市场后得出结论,信用传导渠道的有效性与房地产市场的结构特征相关。他们的跨国比较研究同时表明,信用渠道(银行借贷)与房地产市场的融资

① 自 2001 年起,我国开始改用国际通用方法计算居民消费价格指数定基价格指数。即以 2000 年平均价格作基准,计算出各月定基价格指数后,再推算月环比、月同比及年度同比价格指数,同时可推算任意时间间距的多种价格指数,使价格资料更丰富。

② 泰勒认为真实利率是唯一能够与物价和经济增长保持长期稳定相关关系的变量。真实利率是指名义利率减去预期通货膨胀率,通货膨胀率是指由泰勒定义的购买力增长率,该购买力的增长率不仅与市场物价上涨率有关,而且与公众持有的金融资产的财富效应有关。

③ Matteo Iacoviello, Raoul Minetti, The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market, Boston College Department of Economics, *Working Papers*, 541, 2003.



效率和借贷机构的形态有关。国内学者从 90 年代后期才开始关注货币政策对房地产市场的影响。张涛、龚六堂等(2006)[①]运用协整方程,研究了 2002—2005 年中国房地产均衡价格,他们的结论表明按揭贷款实际利率每上升 1%,房价则下降 0.024%。但并不是所有学者都对货币政策调控房地产市场效果持肯定态度。Qi Liang, Hua Cao(2007)[②]使用高阶自回归分布滞后(ARDL)模型对我国 1999 年 1 季度到 2006 年 2 季度的数据分析表明,利率并非调控房价的有效工具。

虽然国内外研究房价和货币政策关系的文献相对较多(Aoki et al. ,2002;Macro Del Negro,2005;Iacoviello and Minetti,2007),但将区域异质性因素纳入到货币政策对房地产市场影响的研究只是在近两年内才开始引起国内外学者的关注,而且研究区域也仅仅局限于欧美等经济发达地区。如,Marco Del Negro & Chirstopher Otrok(2007)[③]运用 VAR 模型分析了扩张性货币政策对 1986—2004 年期间美国 48 个州房价波动的影响,结果显示政策冲击对房价的影响甚微,而区域性因素则是影响历史房价走势的主导因素。Isabel Vansteenkiste(2007)使用全局自回归(Global Vector Autoregression)模型分析得出了和 Negro & Chirstopher Otrok(2007)相似的结论,并进一步指出相邻的地区之间还存在房价的溢出效应。综观国内的研究成果,与本书研究问题最相关的文献可能是梁云芳和高铁梅(2007)和袁申国(2009)[④]讨论房价区域波动差异两篇文章梁云芳和高铁梅(2007)使用全国 28 省市 1999—2006 年度数据构建 Panel Data 模型,文中纳入信贷这一货币政策变量,得出了信贷规模对东、西部地区房地产市场影响较大,而对中部地区较小的结论。袁申国(2009)利用 1999—2008 年月度数据,使

① 张涛、龚六堂、卜永祥:《资产回报、住房按揭贷款与房地产均衡价格》,《金融研究》,2006 年第 2 期。

② Qi Liang, Hua Cao, Property Prices and Bank Lending in China, *Journal of Asian Economics*, 2007(18).

③ Marco Del Negroa, Christopher Otrok, Monetary Policy and the House Price Boom Across U. S. States, *Journal of Monetary Economics*,2007(10). 54(7): 1962 - 1985.

④ 袁申国:《信贷市场金融加速器效应区域异质性研究——以房地产业对货币政策的传导为例》,《山西财经大学学报》,2009 年第 8 期,第 102—108 页。



用 VAR 和脉冲响应函数，分析了中国房地产信贷市场货币政策资产负债表传导过程中金融加速器效应的区域异质性。得出结论：在 23 个省市研究对象中，广西等 7 个省市房地产信贷市场对货币政策的传导不符合金融加速器理论；上海等 16 个省市则存在明显的金融加速器效应，上海市金融加速器效应最大，其次是江西省和云南省，效应最小的是辽宁省和陕西省。

以上这些实证研究得出了很多具有启示性的结论，但大都侧重于衡量某一货币政策工具对房地产市场的效力的衡量，而忽略了多种货币政策工具间的相互影响，单一性的分析使得实证结果容易产生系统性偏差。此外，在为数不多的考虑了区域异质性而使用房地产市场面板数据的研究中，也多侧重于剖析截面间的信息，对单截面时序数据所反应信息的比较分析不足。

（二）PVAR 模型设定

PVAR(Pannel Vector Autoregression)模型是由 Holtz-Eakin 等(1988)首次提出，后经 McCoskey & Kao(1999)，Joakim Westerlund(2005)等学者的发展，使之已成为一个兼具时序分析与面板数据分析优势的成熟模型。相比之前的研究，该模型的优点在于：(1) 可将多种货币政策工具纳入一个模型分析框架，并比较得出各类货币政策工具在不同区域市场上效力相对大小；(2) 能解决传统时序方法对经济数据检验“势”值过低，检验结果缺乏稳健性的问题；(3) 可在综合考虑不可观测个体的异质性特征的基础上，建立面板脉冲响应函数，分离出不同区域房地产市场对各种货币政策工具冲击的动态响应。本书定义一个二阶滞后 PVAR 模型形式如下：

$$y_{it} = A_0 + A_1 y_{it-1} + A_2 y_{it-2} + f_i + e_t \tag{5.1}$$

其中 y_{it} 中 i 代表地区，t 代表时间。通常，我们将第 i 个对象的 T 期观测时间序列 $\{y_{it}\}_{t=1}^{T}$ 称为面板数据的第 i 个纵剖面时间序列，将第 t 期 N 个对象的截面数据 $\{y_{it}\}_{i=1}^{N}$ 称为面板数据的第 t 期横截面。y_{it} 是一包含 5 个变量的向量{rhp, y, rate, lnrm0, tloan}。y 是支撑房价的基本面的区域收入水平变量，排除其他市场噪音干扰，它的一单位正向冲



击将会刺激房价的上扬。将 rate，lnrm0，tloan 三个货币政策工具变量纳入同一模型系统，可分析不同区域房地产市场对不同工具变量表现的异同。由于每个区域面板数据中房地产市场结构的异质性，当将时间序列程序应用于面板数据估计时，还需引入代表固定效应的变量 f_i。而受应变量滞后项的影响导致的 f_i 与自变量的相关，会使得传统用于消除固定效应的"均值差分法"在对系数的估计中产生偏误。因此，本书使用"前向均值差分法"（Arellano and Bover①，1995）来消除固定效应。该方法通过移除前向均值这一转换方式，避免差分项与作为工具变量的滞后回归项间的正交，从而达到准确估计模型系统的目的。

第二节　货币政策对区域房价动态冲击效应的测度

本书使用 PVAR 模型的正交化脉冲—响应（IR）函数来度量货币政策对各区域房价的动态冲击效力。正交化脉冲—响应函数分析的优势在于它可通过控制住其他政策变量的冲击（令其值为常数），来度量房价对某一特定政策工具变量的正交化新生（Innovation）的响应。由于（5.1）式误差项的方差—协方差矩阵可能是非对角矩阵，若要独立识别出某一政策变量的冲击，还需对系统中变量进行 Choleski 分解排序（Hamilton，1994）。在短期内，顺序在前的变量较后面的变量更具弱外生性，即排序在前变量的滞后期项（Lag）与同期项均会对后面变量产生影响，而后面变量仅通过滞后期项对前方变量产生影响。本书设定的变量分解顺序是{rhp，y，rate，lnrm0，tloan}。该次序表明，全局性的货币政策变量{rate，lnrm0，tloan}只通过滞后项影响前方的地区级变量{rhp，y}，这与 Keith Sill（1997）及 Scott Schuh（2001）等的实证研究结论相符。在三个货币政策变量中，中央银行的可以通过公开市场业务



① Arellano. M. and O. Bover, Another look at the Instrumental-variable Estimation of Error-components Models, *Journal of Econometrics*, 1995(68): pp. 29-52.

及调整法定存款准备金率等操作直接控制货币供给量(lnrm0)的变动，最具弱外生性，将其排在最前；而金融机构贷款余额(tloan)作为受金融市场资金需求变化影响程度最高的变量，内生性较强，因此将其列居最后。

下文分别显示了东、中、西部三组样本中房价对各类货币政策工具冲击的脉冲响应(IR)实证结果。脉冲响应图中的横轴表示冲击作用的滞后期数(单位：月度)，纵轴表示各区域房价对政策工具冲击的响应值。

一、货币政策对东部地区房价冲击效应的动态测度

房价对利率冲击的响应图
(1)

房价对货币供给量冲击的响应图
(2)

房价对信贷冲击的响应图
(3)

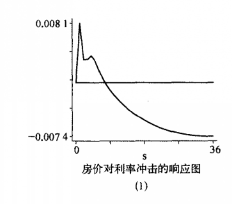
图 5－1　东部地区房价对货币政策工具冲击的脉冲响应图



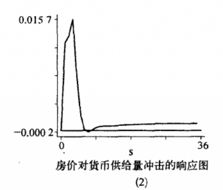
表 5－1　东部地区房价对货币政策工具冲击的脉冲响应值

期限	货币工具变量			期限	货币工具变量		
	rate	lnrm0	tloan		rate	lnrm0	tloan
1	−0.002 5	0.009 2	−0.012 2	19	−0.009 7	0.001 4	0.000 5
2	−0.013 4	0.007 6	−0.005 8	20	−0.008 9	0.001 3	0.000 5
3	−0.017 7	0	−0.003 9	21	−0.008 2	0.001 1	0.000 4
4	−0.022 2	0.000 6	−0.000 5	22	−0.007 5	0.001	0.000 4
5	−0.023 9	0.000 7	0.000 5	23	−0.006 9	0.000 9	0.000 3
6	−0.024 5	0.001 6	0.001 2	24	−0.006 3	0.000 9	0.000 3
7	−0.024 1	0.002 2	0.001 3	25	−0.005 8	0.000 8	0.000 3
8	−0.023 1	0.002 5	0.001 4	26	−0.005 3	0.000 7	0.000 2
9	−0.021 9	0.002 6	0.001 3	27	−0.004 8	0.000 6	0.000 2
10	−0.020 5	0.002 6	0.001 3	28	−0.004 4	0.000 6	0.000 2
11	−0.019	0.002 6	0.001 2	29	−0.004 1	0.000 5	0.000 2
12	−0.017 6	0.002 4	0.001 1	30	−0.003 7	0.000 5	0.000 1
13	−0.016 2	0.002 3	0.001	31	−0.003 4	0.000 4	0.000 1
14	−0.014 9	0.002 1	0.000 9	32	−0.003 1	0.000 4	0.000 1
15	−0.013 7	0.001 9	0.000 8	33	−0.002 9	0.000 3	0.000 1
16	−0.012 6	0.001 8	0.000 7	34	−0.002 7	0.000 3	0.000 1
17	−0.011 6	0.001 6	0.000 7	35	−0.002 4	0.000 3	0
18	−0.010 6	0.001 5	0.000 6	36	−0.002 2	0.000 2	0

二、货币政策对中部地区房价冲击效应的动态测度

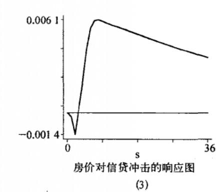


房价对利率冲击的响应图
(1)



房价对货币供给量冲击的响应图
(2)





房价对信贷冲击的响应图

(3)

图 5-2　中部地区房价对货币政策工具冲击的脉冲响应图

表 5-2　中部地区房价对货币政策工具冲击的脉冲响应值

期限	货币工具变量			期限	货币工具变量		
	rate	lnrm0	tloan		rate	lnrm0	tloan
1	0.008 1	0.012 4	−0.000 3	19	−0.005 5	0.000 8	0.005 1
2	0.003 1	0.013 4	−0.001 4	20	−0.005 8	0.000 9	0.005
3	0.003 2	0.015 7	0.000 4	21	−0.006	0.000 9	0.004 9
4	0.003 6	0.007 6	0.002 1	22	−0.006 2	0.000 9	0.004 8
5	0.003	0.002 1	0.004 3	23	−0.006 4	0.000 9	0.004 7
6	0.001 8	0.000 2	0.005 6	24	−0.006 6	0.000 9	0.004 6
7	0.000 6	−0.000 2	0.006	25	−0.006 7	0.000 9	0.004 5
8	−0.000 4	0.000 1	0.006 1	26	−0.006 8	0.000 9	0.004 5
9	−0.001 1	0.000 4	0.006	27	−0.007	0.001	0.004 4
10	−0.001 7	0.000 6	0.005 9	28	−0.007 1	0.001	0.004 3
11	−0.002 3	0.000 6	0.005 8	29	−0.007 1	0.001	0.004 2
12	−0.002 8	0.000 6	0.005 7	30	0.004 2	0.001	0.004 1
13	−0.003 3	0.000 6	0.005 6	31	−0.007 3	0.001	0.004
14	−0.003 8	0.000 7	0.005 5	32	−0.007 3	0.001	0.004
15	−0.004 2	0.000 7	0.005 5	33	−0.007 4	0.001	0.003 9
16	−0.004 5	0.000 7	0.005 4	34	−0.007 4	0.001	0.003 8
17	−0.004 9	0.000 8	0.005 3	35	−0.007 4	0.001	0.003 7
18	−0.005 2	0.000 8	0.005 2	36	−0.007 4	0.001	0.003 6



三、货币政策对西部地区房价冲击效应的动态测度

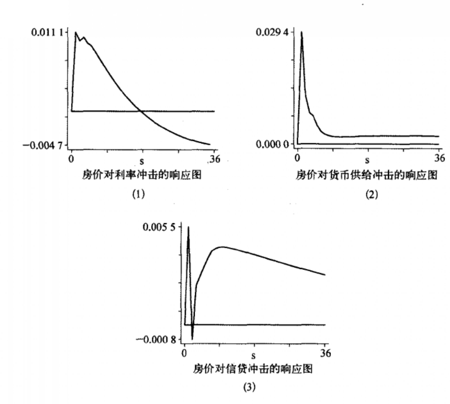


图 5－3　西部地区房价对货币政策工具冲击的脉冲响应图

表 5－3　西部地区房价对货币政策工具冲击的脉冲响应值

期限	货币工具变量			期限	货币工具变量		
	rate	lnrm0	tloan		rate	lnrm0	tloan
1	0.011 1	0.029 4	0.005 5	6	0.008 3	0.003 2	0.003 8
2	0.009 8	0.012 5	−0.000 8	7	0.007 4	0.002 6	0.004 2
3	0.010 3	0.008 2	0.002 2	8	0.006 5	0.002 2	0.004 3
4	0.009 5	0.007 3	0.002 8	9	0.005 7	0.001 9	0.004 4
5	0.009 1	0.005	0.003 3	10	0.004 8	0.001 9	0.004 4

续　表

期限	货币工具变量			期限	货币工具变量		
	rate	lnrm0	tloan		rate	lnrm0	tloan
11	0.004 1	0.001 8	0.004 4	24	−0.002 5	0.002 1	0.003 5
12	0.003 3	0.001 9	0.004 3	25	−0.002 8	0.002 1	0.003 5
13	0.002 6	0.001 9	0.004 3	26	−0.003 1	0.002 1	0.003 4
14	0.002	0.001 9	0.004 2	27	−0.003 3	0.002 1	0.003 4
15	0.001 4	0.002	0.004 1	28	−0.003 6	0.002 1	0.003 3
16	0.000 8	0.002	0.004 1	29	−0.003 8	0.002 1	0.003 2
17	0.000 3	0.002	0.004	30	−0.003 9	0.002 1	0.002 1
18	−0.000 2	0.002	0.003 9	31	−0.004 1	0.002 1	0.003 1
19	−0.000 7	0.002 1	0.003 9	32	−0.004 3	0.002 1	0.003 1
20	−0.001 1	0.002 1	0.003 8	33	−0.004 4	0.002 1	0.003
21	−0.001 5	0.002 1	0.003 7	34	−0.004 5	0.002 1	0.002 9
22	−0.001 9	0.002 1	0.003 7	35	−0.004 6	0.002 1	0.002 9
23	−0.002 2	0.002 1	0.003 6	36	−0.004 7	0.02	0.002 8

本节共使用货币供给量、利率及信贷三个货币政策变量来测度其对东、中、西部三个区域房价的动态冲击，每个区域房价受不同的货币政策工具冲击后的动态调整路径既会有相类似的地方，也会包含其独有的特征。下文就将从区域房价响应的同质性和异质性这两方面对本节使用 PAVR 模型测度出的区域房价动态响应结果做一详尽的分析。

第三节　货币政策工具对房价冲击的区域异质性分析

一、各区域房价对货币政策冲击响应的同质性



通过对图 5－1 至 5－3 中的东、中、西部房价对货币政策工具冲击响应图的比较，可发现东、中、西部房价对三种货币政策工具冲击的响应存在着以下一些共同特性。

（一）各区域房价对利率冲击响应的持续期最长

在表5-1至表5-3中，将各区域房价对不同货币政策工具冲击响应图进行比较就会发现，在考察期末，利率对各区域房价的作用效力均超过货币供给量和信贷。在第36期，东部地区房价对一单位正向的实际利率冲击的响应绝对值为2.45%，而对其他两种数量型货币政策的响应值基本为0；中部地区房价对利率冲击的响应绝对值为0.74%，是M0的七倍、信贷的两倍；西部地区房价对利率冲击的响应绝对值相对较小，为0.47%，但仍是其他两种货币政策工具的两倍。可见，利率政策冲击对各区域房产市场效力并不易随时间的推移而消失，长期持续效力强。这主要是由房地产合同本身的特点决定的，由于房地产开发贷款和住房抵押贷款的合同期限均较长，加息在短时期内并不能对已签订的信贷合同产生实质性的影响，但却会通过改变信贷成本与股票、债券、住房等资产成本间的利差，对房产企业和消费者形成长期的资本约束。

（二）各区域房价对货币供给量冲击的响应速度最快

在表5-1至表5-3中，将各区域房价对货币供给变量冲击响应值与各区域房价对利率、信贷冲击响应值进行比较可以看出，各区域房价对M0冲击的响应峰值出现时间相比于其他货币政策工具要早。各地区房价对M0冲击的响应峰值在第1～3期就可达到。而房价对利率冲击的响应峰值出现最早的是东部地区，在第6期达到，中、西部地区的响应峰值则均出现在30期之后。房价对信贷冲击的响应峰值出现最早的是西部地区，也在第1期达到，但东部和中部地区房价对信贷的响应峰值出现则较晚，都在第8期达到。经比较，区域房地产市场对M0的响应速度（达到峰值的时间）最快，货币供给量对房价的影响在短期内有立竿见影的效果。这从侧面反映了我国房地产市场是吸收货币流动性过剩的一个重要载体。一旦市场上存在流动性过剩，充裕的资金就会刺激人们对住房的消费需求及投资需求，使得货币在短期内快速向资产价值较高的房产市场集中，基于房地产市场供给的黏性，短期的供不应求局面使得区域房价快速攀升。

综上所述，尽管区域房价对货币供给量的响应速度较快，短期内效果显著，但由于房价的上涨压力还会来自于市场预期、有限理性、信息

不对称等因素，在宏观经济扩张时期，只要投资者预期房价还会上涨，那么开发商和购房人会将其在资本市场和其他渠道融得的资金投入房地产市场，紧缩银根的货币政策对房产市场影响力在长期内将被弱化，利率这类价格型货币政策工具的长期作用力将更加突出。

二、各区域房价对货币政策冲击响应的异质性

上文通过对表 5－1 至 5－3 中显示的不同区域房价对各货币政策工具冲击响应值大小的比较，总结出了三种货币政策工具在三个区块上作用效力的一些共同特征。为了更清楚地刻画出不同区域房地产市场上，三种货币政策工具力度的相对大小及时滞的相对异质性，我们通过对图 5－1 至 5－3 中同一区域房价对不同货币政策工具响应的横向比较，及不同区域房价对同一货币政策工具响应的纵向比较分析，得出如下房价对货币政策工具冲击响应的区域异质性结论。

（一）东部地区房价对利率工具冲击的响应深度最高，响应速度最快

将图 5－1(1)，5－2(1)与 5－3(1)进行纵向对比发现，东部地区房价对实际利率冲击的响应图形呈明显的倒“U”形，在三个地区中最先出现负向反应，随后逐步增大，在第 6 期达到响应峰值(响应深度)－2.45％后逐渐向 0 值收敛，至第 36 期的响应值仅为－0.22％。中、西部地区房价对利率的脉冲响应图形十分相似，都是在经过第 1 期的非正常正向波动后快速下滑，在考察期末才达到响应峰值，政策效力的发挥较东部地区有明显的时滞性，并在考察期末基本保持稳定。中部地区最终稳定于－0.74％，而西部地区稳定在－0.47％。这两地的区别在于，西部地区的房价较中部地区对利率的敏感度稍差，中部地区房价对利率的响应值在第 8 期已转为负值，而西部地区直到 18 期才转为负数。东部房地产市场对利率政策工具的响应深度和速度均高于中、西部地区。这主要是由于利率的提高，不仅会导致房地产企业贷款利息等财务费用的增加，还会使得企业的股票、债券等有价资产价格下跌，严重恶化企业内外部的融资环境。当前，东部地区的股票和债券筹资额占全国的比重超过 80％，资本市场及其他形式的金融市场的发达程度远高于其他地区。因此，较之中、西部地区，东部房产企业及购房者等微观市场主体的利率敏感度最大。



（二）中、西部地区房价受信贷工具冲击后向稳态收敛速度较为缓慢

比较图 5-1(3)，5-2(3)与 5-3(3)可以发现，东部房价对信贷冲击的响应图形类似于一个抛物线，在第 8 期达到一个微小的波峰(0.14%)后逐步向 X 轴收敛，至第 26 期信贷政策的效力就已经基本消失，房价恢复到初始稳态(即 0 值)。这主要是因为东部地区房地产企业的普遍实力较强，面对紧缩性信贷政策，他们可使用上市、发行债券等其他方式获得资金的支持，经过一系列资产组合的调整来缓解银行资金压力，从紧的信贷政策只在刚出台的时候会对东部地区投资者会形成一个资金软约束，随着企业的资产战略调整，信贷约束的效力也逐渐消失。

中、西部房价对一单位正向的信贷政策冲击的响应峰值为 0.61%和 0.55%，分别在第 8 期和第 1 期达到，之后则以缓慢的速率向稳态收敛。到考察期末，信贷冲击对两地房地产市场的效力还保持在峰值时期一半的水平。通常来说，信贷政策对住房供求面的影响具有非对称性：在短期内受供给刚性的影响，扩张性信贷政策冲击会使得住房需求增加，拉动房地产市场价格上涨；而在中长期时，随着住房供给量的逐步释放，房价又会逐步向稳态回归。中、西部房地产市场上的房地产开发企业对信贷的依赖度普遍较高，央行对贷款规模的控制，会在长期内有效抑制中、西部房地产市场房地产供给规模，带来区域房地产市场的深层次调整。

（三）不同区域对房价累积效力最大的货币政策工具各不相同

货币政策工具对区域房价的累积脉冲响应的绝对值是衡量货币政策工具在考察期内对区域房价调控力度大小的重要指标。表 5-4 是表 5-1 至表 5-3 中各区域房地产市场对货币政策工具冲击累积响应的实证统计表。

表 5-4　各区域房价对货币政策工具累积响应值统计表　　单位：%

货币政策工具 \ 区域房产市场		东　部	中　部	西　部
对价格型货币政策累积响应	利率	−40.23	−12.2	3.98
对数量型货币政策累积响应	M0	5.8	7.49	12.74
	信贷	−0.44	15.68	12.63



分别比较表 5－4 中每横行的三个数据，可发现各区域上累积效力发挥最大的货币政策工具并不相同：利率对东部地区房价的影响力度最大，其累积响应值为－40.23%，远超过其他两种数量型货币政策工具；信贷是中部房地产市场上的累积效力最大的政策工具，其值为15.68%，利率工具位居其次；M0 对西部房价的调控力度最大，其累积响应值为 12.74%，该值基本与信贷工具的累积效力持平。

信贷供给量和 M0 这两种数量型货币政策工具对中、西部房价的强有效性可从货币政策传导的信贷渠道角度进行解释，它具体包括两方面因素：其一，从银行的信贷渠道角度(The Bank Lending Channel)看，由于银行的规模与其融资能力紧密相关(Kashyap & Anil K.，1994)，当实行紧缩性货币政策造成银行信贷资金紧张时，小银行寻找替代资金来源的能力弱于大银行，因此在银行规模普遍较小的西部地区(参见图 5－4)，数量型货币政策工具对房地产市场冲击较大；其二，从资产负债渠道(The Balance Sheet Channel)看，受区域经济条件制约，西部房地产企业规模相对较小，由于信息的非对称，小企业进行外部融资的信息成本和交易成本较高(Gertler，Mark，Simon Gilchrist，1993)，外部融资渠道过窄使其受到数量型政策冲击的影响较大。

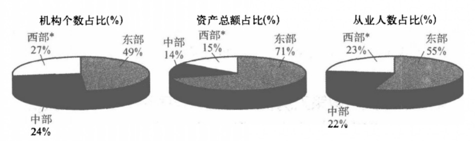


图 5－4　2007 年末银行业金融机构地区分布图[①]

数据来源：中国人民银行货币政策分析小组编：《2007 年中国区域金融运行报告》，2008。



① 尽管西部银行总量规模(从业人数、资产总额)占全国比重基本与中部持平，但统计中西部地区统计包含 11 个省级行政区，中部仅包含 8 个省级行政区。由于西部地区银行分布区域广，机构个数占比也明显高于中部地区，因此认为在三区域中，西部银行机构的单个平均规模最小。

第六章　货币政策对房价波动区域异质性的产生原因

在市场经济条件下，货币政策的传导是房地产企业、消费者、银行及非银行金融机构三方市场微观主体在金融市场中相互博弈的结果。各个微观主体对政策信号的接受、反应和自身调整都具有不同的特征及行为偏好，而他们在一定区域上的聚集所形成的区域市场结构分布特征，是导致货币政策对房价传导渠道效力差异的根本原因。其中，各地区房地产市场结构状况作为货币政策传导的市场环境，金融机构与金融市场作为货币政策传导的中枢，企业和居民作为货币政策传导的受体，都在货币政策的传导过程中都发挥着重要的作用，他们也就因此成为解释“中国货币政策对房价波动的区域效力差异”这一现象的三条合理路径。最终的货币政策效力实际上表现为这三方经济主体相互作用、相互参照之后所形成的合力，一国区域间经济发展非均衡程度越高，货币政策对产业效力的梯级分配也就越明显。

第一节　货币政策对房价波动区域异质性产生原因之一：来自房地产业经济结构的解释

一、房地产经济结构与货币政策区域异质性的相关理论分析



在市场经济体制下，房地产业经济结构调整不再单纯地体现为政府的主导行为，而是由微观经济主体根据价格信号的引导来选择配置的渠道、数量和结构。在一定时期内的区域房地产业结构特征，决定着当时的房地产周期波动的基本形态。或者说，不同的房地产经济发展

阶段,对应着不同的产业结构特征;而产业结构特征的不同,又使得房地产经济周期波动受外生性冲击后的响应曲线发生变化。

(一) 产业组织结构理论

现代市场结构理论源于 20 世纪 30 年代张伯伦等人的垄断竞争理论①。哈佛学派代表人物贝恩 1959 年出版的《产业组织》②,标志着市场结构理论的正式确立。贝恩的主要贡献在于创立了以垄断竞争为主导模型,以实证分析为主要手段,以"结构—行为—绩效"(Structure-Conduct-Performance,简称 SCP)范式为研究框架的市场结构理论体系。他对市场结构的重要因素(市场集中度、产品差异、进入壁垒)及其对市场行为和市场绩效的影响进行了系统研究,并得出了重要结论。70 年代后,以鲍莫尔(Baumol)、索耶(Sawyer)和泰勒尔(Tirole)等人为代表的"新产业组织学派"将博弈论引入 SCP 分析范式中,丰富和完善了哈佛学派的产业组织结构理论。该学派强调企业行为对市场结构的反向作用,构筑了一个双向动态的研究框架体系。而在对正统产业组织学派的各种批评中,以施蒂格勒(Stigler)、德姆塞茨(Demsetz)、布罗曾(Brozen)和威廉姆森(Williamson)等人为代表的芝加哥学派的市场结构理论也在这一时期应运而生。芝加哥学派强调新古典主义价格理论,反对哈佛学派只注重市场结构及相关因素的分析,认为高利润是高效率的结果,是效率(绩效)决定了结构,而不是相反。

可见,在产业组织学市场结构理论的基本分析框架是由市场结构、市场行为和市场绩效及其相互关系构成的,即 SCP 分析范式。从一个单向的逻辑看,市场结构是理论分析的逻辑前提,是考察三者关系的切入点和着眼点。只有弄清楚了市场结构的状况,才能分析市场行为和市场绩效,因为市场行为是一定市场结构条件下的市场行为,市场绩效最终也取决于一定的市场结构状况。

(二) 房地产企业规模结构

房地产企业按规模差异可分为"大"企业和"小"企业,区域上房地



① 〔美〕张伯伦:《垄断竞争理论》,郭家麟译,三联书店 1958 年版。

② Bain. J. S, *Industrial Organization*, New York: Joho. Wiley Sons Inc., 1959.

产企业规模的分布结构对货币政策效力大小产生影响的原因有二：

其一，房地产企业规模结构会对货币需求产生影响。

Katsimbris & Miller(1950)从理论的角度出发分析了企业大小的分布对企业货币需求的影响，研究表明当企业规模大小导致企业规模经济、现金管理能力等差异变大时，企业会持有更多的货币。Mulligan(1997a,1997b)则从实证角度出发探析了企业货币需求的差异的来源，研究结果表明企业资金实力、生产力水平、员工工资水平以及利率水平是影响企业货币需求的主要因素。

其二，房地产企业规模结构会对资产负债表渠道产生影响。企业资产负债表的状况是决定其投资支出的重要因素，当货币政策通过资产负债表渠道传导时，政策效应对大小企业的财务状况影响是非对称的。Braun(2005)的研究表明，不同企业对于外源融资的依赖程度具有很大的异质性。对外源融资依赖程度较大的小企业，通常具有净资产低、负债比率高和经营项目风险高的特征，它受信贷约束较强；对外源融资依赖性较小的大企业，往往具有卓越的市场信誉和雄厚的资金实力等特征，其所面临的银企双方道德风险和逆向选择风险较低，容易获得多渠道的担保和融资支持，受信贷约束较弱。因而，信贷政策对中小型房产企业的影响强于大型房产企业。

（三）微观主体的金融努力

美国经济学家 W·阿瑟·刘易斯在其著作《经济增长理论》①中把经济努力视为经济增长的首要因素。他认为经济努力随国家与历史时期的不同而存在差异：一方面，人们经济努力的态度迥异；另一方面，不同的制度安排对经济努力产生或激励或抑制的不同效应。金融努力的概念是经济努力概念在金融领域中的延伸，它反映的是经济主体对“利益”追逐程度的大小或者热情的高低。各个国家或地区经济发展道路及意识形态的异质性，会导致各类市场微观主体（包括居民、企业、金融中介部门）在金融领域内所做的各种努力行为及其结



① 〔美〕W·阿瑟·刘易斯：《经济增长理论》，周师铭、沈丙杰、沈伯根译，上海三联书店1990年版，第4—20页。

果存在差异。

本书使用张杰(1995)①建立的一个金融努力模型(见图 6－1),对房地产市场上微观经济主体的金融努力进行较深入的分析。在图 6－1 中,纵坐标 P 表示经济主体的预期收益,横坐标 R 表示经济主体预期风险,无差异曲线 E 为金融努力线。S 是 45°线,它意味着该直线上任何一点的收益和风险是对称的。E 线与约束 P_0R_0 线的相切点 A,它表示微观经济主体的最佳金融努力点,OA 的距离表示金融努力度的大小。在一般情况下,金融努力线上的各个努力点都呈向 A 点收敛的态势。如果经济主体的金融努力点 A 沿无差异曲线 E,滑向努力线右下端时(如 A_1 点),理性的经济主体会因为风险相对于收益的逐步增大,而放弃进一步的努力,出现"弹性衰减"现象。如果经济主体的金融努力点 A 沿无差异曲线 E,滑向努力线的左上端时(如 A_2 点),则会出现风险逐步减小,而收益变大的情况,这种与传统理论冲突的现象往往是由于体制安排不当造成的,该情形下一般不具备自动收敛的机制,即出现努力的"刚性衰减"现象。

在图 6－1 的模型中引入不同风险偏好的经济主体,可得到图 6－2 中的动态金融努力模型。E_1,E_2 分别表示不同风险偏好的经济主体的无差异曲线,越往右上方的无差异曲线代表的经济主体的有越强的风险偏好,即 E_2 曲线表示的经济主体有更高的风险偏好。

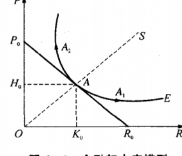


图 6－1　金融努力度模型

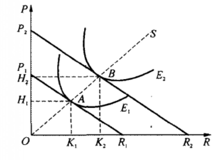
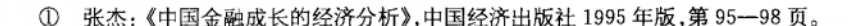


图 6－2　扩展的金融努力度模型



① 张杰:《中国金融成长的经济分析》,中国经济出版社 1995 年版,第 95—98 页。



无差异曲线与 S 线相交点距圆点 O 的距离越大,表明金融努力程度就越大。图 6－2 中的 OB 大于 OA,说明区域经济主体的风险偏好越大,金融努力程度越高。

二、我国区域房地产市场结构异质性研究

房地产市场结构是房地产市场主体的构成及其相互关系(竞争与垄断关系),以及与之相关的各种决定要素的组合。它以产业和市场为基础,会随着产业的勃兴和发展而不断变动和发展,并在一定条件下逐步走向成熟和优化。

(一) 区域房地产市场容量比较

房地产市场容量可以通过房地产产品的供给规模和房地产企业的数量来反映。图 6－3 到图 6－4 显示了住房货币化改革之后的十年间,各区域房地产市场容量的大小和变动趋势。除去 2008 年房地产市场受国内外宏观经济环境影响有所降温以外,各区域房地产市场无论从销售面积还是企业个数来看,都呈现出年年上升的态势。并且,东部地区房地产市场发展始终保持着龙头的地位,占据着全国市场的半壁江山。

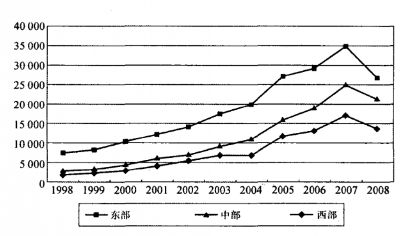


图 6－3　1998—2008 年度商品房销售面积趋势图　单位：万平方米

数据来源：中国统计年鉴(1998—2008),中国房地产统计年鉴(1999—2008),其中 2004 年度数据为估计值。

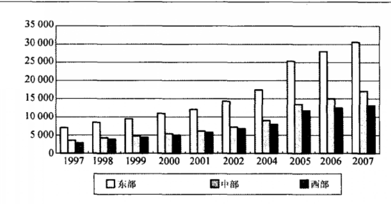


图 6-4　1997—2007 年度各区域房地产开发企业个数

数据来源：中国统计年鉴(1998—2008)，中国房地产统计年鉴(1999—2008)，中国区域经济统计年鉴(2001—2008)。其中 2004 年度数据为估计值。

（二）区域房地产市场融资结构比较

通常来说，具有较强的外源融资依赖性的房地产市场对货币政策的敏感性较高。通过表 6-1 的房地产开发资金来源结构表可以非常直观地看出我国东部地区的房地产开发获得的银行信贷和外商投资比重大，西部地区由于获得的政府扶持政策较多，因此信贷比例也较高。中部地区房地产开发资金则大部分来自于企业自筹资金。

表 6-1　各区域房地产开发投资资金来源结构统计表　　单位：%

开发投资资金来源——国内贷款占比			
	东　部	中　部	西　部
1999	23.06	20.16	25.59
2000	23.88	17.73	21.81
2001	23.70	16.19	21.20
2002	23.76	17.52	22.02
2003	25.33	18.72	22.21
2004	19.78	14.64	16.06
2005	19.71	14.60	14.70
2006	21.48	15.84	16.32
2007	20.28	15.23	16.88
2008	21.63	13.80	16.41

续 表

开发投资资金来源——自筹资金比重			
	东　部	中　部	西　部
1999	28.37	32.99	29.88
2000	26.84	33.05	29.37
2001	26.65	35.38	30.38
2002	26.62	33.40	32.59
2003	25.82	36.87	32.86
2004	27.16	40.53	33.74
2005	29.82	43.05	37.54
2006	27.67	41.73	37.43
2007	27.75	40.83	34.74
2008	34.66	51.80	40.92
开发投资资金来源——外资比重			
	东　部	中　部	西　部
1999	6.15	4.36	2.22
2000	3.05	3.78	1.03
2001	1.94	2.05	0.54
2002	1.71	2.11	0.69
2003	1.57	1.50	0.48
2004	1.36	1.54	0.91
2005	1.18	1.16	1.25
2006	1.63	1.29	0.96
2007	2.01	1.08	1.58
2008	2.01	1.15	2.57

数据来源：根据中国区域经济统计年鉴(2001—2008)、中国房地产统计年鉴(1999—2008)、中国统计年鉴(1999—2008)数据整理、计算得出。



（三）区域房地产企业规模比较

房地产企业是房地产市场中的行为主体，房地产企业的规模水平不仅直接关系到房地产业的市场组织结构，而且其本身就是房地产市场结构的重要内容。房地产企业规模经济是指随着生产规模的增加所

带来的长期平均成本的下降，下降的最低点即企业生产的"最小有效规模"(Minimum Efficient Scale，或 MES)。结合上文的理论分析可知，在与银行打交道时，小规模的房地产企业的信息和交易成本通常较高。因而当实行紧缩的信贷政策时，小企业寻找替代资金来源所受到的限制比大企业所受到的限制更大，从而对货币政策的反应更为敏感。

表 6－2　各区域中代表性房地产开发企业平均资金规模 单位：万元

资　产　总　额①			
	东　　部	中　　部	西　　部
2003	18 356.96	4 464.23	5 796.12
2005	21 758.93	5 937.84	7 280.90
2006	24 354.44	7 026.08	8 023.57
负　债　总　额			
	东　　部	中　　部	西　　部
2003	14 159.92	3 133.32	4 165.59
2005	16 021.16	4 158.58	5 071.01
2006	18 261.55	4 933.55	5 788.93
所　有　者　权　益			
	东　　部	中　　部	西　　部
2003	4 197.04	1 330.91	1 570.82
2005	5 737.77	1 779.25	2 210.29
2006	6 092.89	2 092.53	2 234.64

数据来源：根据中国房地产统计年鉴、中国统计年鉴(2003、2005、2006)、中国区域经济统计年鉴(2003—2006)数据整理、计算得出。

表 6－2 的统计结果显示，我国东部地区房地产企业的资金实力最为雄厚，企业平均规模大，根据前文的分析，房地产企业的资金实力会



① 区域代表性房地产企业资产总计＝该区域全体房地产企业资产总额/该区域房地产企业个数，表中的负债总计、经营总收入、所有者权益、营业利润指标采用相同方法计算得出。

弱化信贷政策会房地产市场的作用效力，有关于这一论断将在后文中通过实证分析予以检验。

（四）区域房地产企业运营绩效比较

微观经济主体对货币政策保持较高的弹性是货币政策发挥作用的基础，只有经济主体对货币政策调整保持足够的敏感度，才能在中央银行调整货币政策以后作出合乎理性的行为选择，通过这种理性的行为选择，使中央银行货币政策的效果扩散到实体经济生活中去，我国区域房地产企业金融努力程度的差异使不同区域面对中央银行统一货币政策会有不同的反应。房地产企业的金融努力行为很大程度上必须依赖经济行为的发生，金融意识也体现在房地产企业经营绩效中。房地产企业的经营效率主要可以通过各项盈利指标反映出来。

表 6－3　各区域中代表性房地产开发企业平均经营绩效

经营总收入			单位：万元
	东　部	中　部	西　部
2003	4 002.94	1 146.73	1 448.11
2005	4 328.91	1 407.42	1 531.12
2006	4 735.13	1 681.38	1 859.20
营业利润			单位：万元
	东　部	中　部	西　部
2003	236.37	5.10	21.44
2005	382.14	43.33	63.81
2006	523.55	78.66	74.35
资产负债率			单位：%
	东　部	中　部	西　部
2003	77.47	70.53	71.57
2005	74.74	70.54	68.81
2006	74.68	70.71	69.99

续　表

资　产　盈　利　率			单位：%
	东　　部	中　　部	西　　部
2003	1.29	0.11	0.37
2005	1.76	0.73	0.88
2006	2.15	1.12	0.93

数据来源：根据中国房地产统计年鉴(2003—2006)、中国统计年鉴(2003、2005、2006年卷)数据整理、计算得出。

通过对表6-3纵向三列的财务指标比较可以发现，我国东部地区房地产企业的盈利能力最强。东部地区房地产企业经营收入是中、西部房地产企业的三倍，而营业利润则是中、西部房地产企业七倍多。此外，东部地区企业资产负债率高，运用金融杠杆的能力也最强。

三、房地产市场结构与货币政策区域异质性的实证检验

本书以近年来各区域房地产开发企业个数(company)占全国比重以及商品房销售面积(sale area)占全国比重均值作为房地产市场容量的评价指标；房地产开发自筹资金(own capital)占总资金比例作为房地产资金结构的衡量指标；房地产开发企业资产盈利率 (benefit)和资产负债率(debt)均值为房地产企业营运绩效的衡量指标。分别对本书第四章中基于PVAR模型的脉冲响应函数得出的区域房价对利率、货币供给、信贷的Choleshy正向冲击的最大响应值进行回归分析。将利率、货币供给、信贷最大响应值分别记作Rrate、Rm0和Rloan(下同)，C为线性模型中的常数项。本章中所有线性回归方程估计均使用STATA 10.0软件完成。

表6-4　房地产市场结构对货币政策各传导渠道影响的线性回归结果

	Rrate	C	Rm0	C	Rloan	C
sale area	0.064	−0.009	−0.056	0.037	−0.014	0.009
p value	0.090	0.218	0.293	0.168	0.245	0.143



续　表

	Rrate	C	Rm0	C	Rloan	C
company	0.074	−0.012	−0.059	0.038	−0.017	0.010
p value	0.003**	0.007	0.379	0.228	0.158	0.097
own capital	−0.163	0.067	0.068	−0.005	0.013	None
p value	0.387	0.332	0.769	0.951	0.054	None
benefit	1.283	None	−1.211	0.031	−0.424	0.009
p value	0.020*	None	0.500	0.271	0.038*	0.021
debt	0.351	−0.241	−0.269	0.212	−0.082	0.064
p value	0.031*	0.033	0.413	0.386	0.124	0.116

结论一：利率渠道效力的发挥与房地产市场结构紧密相关。

相对于贷款和货币供给量的效力，利率渠道对房地产市场结构最为敏感。五个回归自变量中，除了房地产开发自筹资金利率指标对利率渠道影响不显著外，其他四个房地产市场结构指标都对利率渠道效力统计显著。

结论二：房地产企业经营管理水平是利率和信贷渠道发挥效力的关键因素。

房地产企业的资产负债率对利率渠道效力的回归系数为 0.351。房地产企业的资产盈利率对利率渠道效力的回归系数为 1.283。这说明使用金融杠杆高的房地产企业对利率的敏感度较大。而资产盈利率指标反映的则是房地产企业经营管理能力，资产盈利率高的房地产企业管理层往往具有较丰富的市场经验，对国家宏观政策的变动的分析预测能力较强，会及时根据利率政策的变动调整其产品开发和资金营运策略。可见，房地产企业经营管理水平对利率渠道的畅通有显著作用。而房地产企业的资产盈利率对信贷渠道效力的回归系数为 −0.424，这说明盈利能力越强的房地产企业，其受信贷政策的约束力越小，良好的财务报表状况有益于房地产企业在紧缩性信贷环境下取得外源性融资。

第二节　货币政策对房价波动区域异质性产生原因之二：来自居民消费行为的解释

虽然货币政策同样是通过资金价格和资金来源影响着居民的消费和投资选择，但在相同的货币政策条件下，居民行为与企业行为对货币政策调整的响应有较大的区别。

一、消费模式与货币政策区域异质性的相关理论分析

（一）市场情绪与消费者主观预期

古典经济学假定经济人是完全理性的，其所掌握的信息是完全的、对称的。但现实中经济人并不可能掌握所有的信息，每个经济人都是有限理性的，经济主体的心理预期也受到多种因素的影响。在不同的区域市场情绪中，由于“随大流”的经济人心理规律的存在，经济人行为具有趋同的趋势。

中央银行通过向金融市场、房产市场发出信号，引导公众预期来调控企业及消费者的经济活动。当区域房价运行在正向上涨趋势的区间时（扩张时期），人们预期价格水平还将持续上涨，货币政策的正向冲击将得到加强，而负向冲击将受到削弱；当区域房价运行在负向下降趋势的区间时（衰退时期），企业家和消费者对未来预期的悲观情绪占主导，从而使货币政策负向冲击效果增强，而诸如放松银根、降低利率等这类正向货币政策冲击对市场的效力削弱。

（二）市场需求层次

房地产市场上的需求群体大致可划分为两类：一类是真实消费者群体，该类群体主要是出于日常居住和使用的需要而购买房地产。真实消费者群体的需求价格弹性较小，其需求存在较强的刚性特征，受货币政策影响小；另一类是投机和投资者群体，这类群体购买房地产主要为了在未来获得差价收益。由于此类需求并非生活所必需，因此需求价格弹性较大，受货币政策影响较大。投资需求是比真实消费需求更高的需求层次，经济主体只有在基本的真实消费需求满足后才会产生



投资投机需求。区域市场上两类需求群体的构成比重，决定了货币政策对该区域房地产市场需求面的影响力度。真实消费群体的构成比例越高，房地产市场需求受货币政策影响越小，反之亦然。

二、我国居民消费模式异质性研究

居民的房地产投资消费行为是货币政策作用于房地产市场的传导终端，是金融变量影响房地产市场供求变量的扩散接口。中央银行的货币政策能否以及能在多大程度上影响房价，主要取决于居民消费行为的倾向和反应。

（一）居民收入水平的区域分布

消费者的收入状况直接影响了消费者的消费水平和消费结构，从而影响消费需求，影响产业结构的发展。因此，收入状况与收入结构是影响消费需求，从而影响产品供给与产业结构的主要因素。西方经济学理论中，居民收入水平与资源禀赋以及工资水平呈正相关关系。反映一个地区经济资源禀赋和资本积累的主要指标是该地区的人均 GDP。

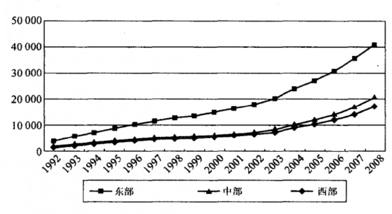


图 6－5　1992—2008 年度各区域人均国内生产总值　单位：元

数据来源：Wind 中国金融数据库宏观行业数据。



本书使用劳动者人均报酬反映该地区城市居民的收入水平。2008 年末（见表 6－5），东部地区劳动者人均报酬大约为中部地区的 1.77

倍，为西部地区的 2.2 倍。

表 6-5　分地区劳动者人均报酬　　　　单位：元

	东　部	中　部	西　部
1998	9 630.86	6 236.20	4 547.97
1999	10 050.70	5 761.74	4 603.90
2000	11 141.67	6 789.91	4 968.69
2001	11 894.40	6 741.63	5 299.46
2002	13 139.05	8 178.24	5 833.99
2003	14 435.22	7 832.27	6 141.74
2004	15 245.59	8 171.64	6 539.63
2005	17 454.09	9 416.66	7 405.15
2006	19 348.38	10 578.81	8 287.84
2007	21 589.66	12 220.05	9 764.61

数据来源：中国统计年鉴（1998—2007）、中国区域经济统计年鉴（2001—2006）、新中国五十年统计资料汇编。

除去劳动者报酬外，居民还可能从实业或金融资产投资中获得一部分收益。东部地区人均收入较高，居民金融意识和理念浓厚，资产多元化程度高。所以，在东部地区，除货币政策信贷供给可能性效应发挥作用以外，货币政策的资产结构调整效应、财富效应也逐渐发挥作用，企业、居民对利率变化的敏感性较高。相对而言，我国中、西部地区的社会公众普遍缺乏金融创新意识和动力，金融努力程度低，他们进行本地实业投资所获得的利润率也较低。同时由于中、西部地区金融发展严重滞后于东部沿海地区，保险业、证券业等发展滞后，居民对金融投资工具的持有结构单一，认购股票成为当地居民的重要投资渠道，但由于信息不足，异地股民"隔山买牛"与东部地区股民处于信息不平等地位，增加了股票投资的风险性，因而当地居民会更多地持有现金或者定期存款，对有益于增加收入的投资机会的把握性较弱。



（二）居民消费水平的区域分布

在我国经济迅猛发展的同时，我国区域之间的人均消费水平差距越来越大。如表(6－6)所示，1995 年东部区域的城镇居民人均消费水平分别是中、西部的 1.82 和 1.39 倍，而到 2006 年末，东部区域的城镇居民人均消费水平已经分别是中、西部的 1.9 和 1.59 倍。此间，东中部人均消费水平倍数和东西部人均消费水平倍数分别增长了 4.4% 和 14%。

表 6－6　各区域城镇居民人均消费水平　　单位：元

	东　部	中　部	西　部
1995	54 658	30 044	39 353
1996	61 716	34 358	45 016
1997	68 227	37 063	46 149
1998	71 517	38 032	48 084
1999	75 766	40 574	51 281
2000	81 936	44 103	56 292
2001	86 730	46 725	59 645
2002	95 690	51 617	65 444
2003	102 896	54 034	71 793
2004	115 578	61 314	80 061
2005	128 889	67 859	84 905
2006	144 632	76 002	90 919

数据来源：中经网统计数据库(http：//202.121.135.11：90/)，中国区域经济统计年鉴(2001—2006)。

居民对货币政策的反应，主要表现在其储蓄和消费行为上。居民能否按照中央银行的意愿，根据货币政策的变化，对自己的消费和储蓄行为做出调整，将影响货币政策传导的效果。东部地区改革开放较早，所以从储蓄和消费行为来看，东部地区居民的投资意识和消费意识明显强于西部地区的居民，因此他们对货币政策的反应也更为敏感。

（三）居民住房消费信贷的区域分布

消费的需求结构直接决定了消费的生产结构，从而影响了产业结构的发展，消费者对住房消费的支出是影响一个地区房地产业发展的主要条件。住宅价值量大，能保值、升值，在消费方面的特点是住宅消费在总消费支出中所占比例高。并且伴随着房价的上涨，我国住宅消费占居民总消费支出的比重也越来越高。

中国人民银行 2008 年 1 月对全国 20 个大中城市的个人住房消费贷款情况进行了抽样调查（见表 6－7）。

表 6－7　2007 年人民银行住房消费贷款抽样调查统计表

	平均房屋价格（元/平方米）	平均贷款总额（万元）	平均贷款年限（年）
东　部	6 276.9	42.3	16.7
中　部	3 245.3	23.4	15.7
西　部	2 810.3	18.9	14.9
东　北	3 740.7	21.1	15

资料来源：中国人民银行货币政策分析小组编. 2007 年中国区域金融运行报告，2008：pp 4～5.

调查数据显示：分地区看，平均房屋价格存在较大差别，东部地区的平均房屋价格为 6 276.9 元/m^2，分别为中部、西部和东北地区的 1.9 倍、2.2 倍和 1.7 倍。平均房屋价格的不同导致各地区平均贷款总额的差异较大，东部、中部、西部和东北地区平均贷款总额分别为 42.3 万元、23.4 万元、18.9 万元和 21.1 万元。各地区平均贷款年限差距较小，东、中、西和东北地区分别为 16.7 年、15.7 年、14.9 年和 15.0 年。

三、居民消费模式与货币政策区域异质性的实证检验

结合上文中的数据，我们构建房贷收入比（loan pincome）和房贷消费水平比（loan pcost）作为居民住房消费模式的衡量指标对货币政策效力进行线性回归分析。这两个指标均可反映当地居民所负担房贷压力的状况。其具体计算公式如下：



房贷与收入比＝该区域居民平均贷款总额/该区域劳动者年人均报酬总额

房贷与消费水平比＝该区域居民平均贷款总额/该区域城镇居民年人均消费总额

表 6-8　回归自变量指标统计

区域 \ 指标	房贷与收入比	房贷与消费水平比
东　部	19.59	28.32
中　部	19.15	24.12
西　部	19.36	18.53

从表 6-8 中可以看出，尽管我国东部地区房地产均价远高于中、西部地区，但由于东部地区人均收入也普遍高于全国平均水平，因此，区域间的房贷与收入比差距并不明显。而房贷与消费水平比却呈现出了明显的东高西低的趋势。通常来说，贷款买房的家庭，每月还贷的支出占全部家庭支出的一半以上。在其他生活消费品价格区域间相差不大的情况下，房价越高的地区，消费者房贷占总消费的比重也越大。

表 6-9　居民消费模式对货币政策各传导渠道影响的线性回归结果

	Rrate	C	Rm0	C	Rloan	C
loan pincome	0.040	−0.755	−0.016	0.335	0.000	None
p value	0.389	0.393	0.771	0.759	0.103	None
loan pcost	0.002	−0.034	−0.002	0.067	0.000	0.014
p value	0.306	0.397	0.077*	0.057	0.461	0.349

从表 6-9 的实证结果来看，居民的住房消费模式能显著影响货币供给量对区域房地产市场的作用效力。该变量对货币供给量脉冲响应值的回归系数为−0.002，这说明如果一个区域居民的住房消费占总消费金额比重越高，那么货币供给量扩张对该地区居民的政策影响力度越小。也就是说，相较之东、中部地区，西部地区居民对货币供给量政策较为敏感。

货币流动性高，货币供给规模的扩张，会使得当地居民的新增财富感比较强烈，刺激其对住房的消费和投资需求，并进一步导致房地产市场需求总量的变化。而东部地区居民对货币供给量扩张政策的变动的反应较为“迟钝”，这是由于住房消费已经占东部地区居民消费的很大比重，当居民手中的货币资金流量增多，但又不足以去维持另一个房地产物业的投资时，他们往往会首选证券、保险等其他金融资产来进行多元化投资，分散风险。

第三节　货币政策对房价波动区域异质性的产生原因之三：来自金融成长空间的解释

一、金融成长空间与货币政策区域异质性的相关理论分析

（一）金融成长空间理论

空间相互作用最早是由美国地理学家乌尔曼(Ullmna，1956)提出的，他的空间相互作用是指地理区域之间的相互依赖。空间相互作用包括地理区域之间商品、人员、移民、金钱、信息、观念等的运动。阿布勒、亚当斯和古尔德(Abler，AdmaSnadGould，1971)认为，空间相互作用指不同种类的商品和信息从一地向另一地的流动。

在金融地理学领域中，空间的相互作用，往往指经济资源和金融资源的跨区域流动，其中也包括了文化的交流、人员的移动和技术的传播和溢出等，这些因素的流动造成了区域的演化，导致空间集聚和扩散机制发生作用，导致区域之间的竞争与协调，从而为更大范围的金融板块和更大范围的金融自组织创造条件。单个区域板块从大地区而言，它是区域整体的一部分，从小地区而言，它又是相对独立的一个单元，因此区域的范围是相对的。区域金融板块的形成、发展又是一个与相邻区域互动互进的联合协作发展过程，是自觉和自发的耦合过程，既包括区域内部多维边界与协调发展，又要考虑区域发展对相邻地区或更大区域发展的影响和联动效应，单个区域不仅要满足社会、经济和金融系统的自组织以及自身内部的协调发展，还要加强与其他区域的联合与



协作。金融地理学重视区域之间的相互作用，强调区域之间的联系，认为应通过子系统的相互作用实现整体系统的优化。

区域金融成长的空间相互作用的机制包括三个方面，即资源的互补性(Complementarity)、干扰机会(Intervening Opportunity)和资源的可转移性(Transferablity)[①]。互补性是指两地之间如果要发生相互作用就必须存在的供需状况，实现互惠互利，共同发展；当存在特定互补性的替代物和更相近的源地时就存在干扰机会。这就是为何相邻区域、同质区域更容易产生金融联动合作的原因；资源的可转移性主要讨论资源移动的成本和便利程度随着区域之间空间相互作用的加强，各个区域的相互依赖关系也在不断深化，一体化程度不断提高，逐步形成更大范围的区域板块，实现整体区域的有机协调和系统优化。

（二）银行业内外部组织结构

商业银行作为货币政策的信号传递者，处于中央银行和企业、居民两端的中间。银行业组织结构可分为内外两个部分：银行的内部金融结构，包括具体商业银行资产负债表结构、商业银行业务结构等。银行的外部金融结构，主要指涉及区域金融体系的各种结构，包括银行业分工结构(银行的性质及其各类银行所占的比重)、融资模式结构(金融市场主导型和银行中介主导型)、金融工具结构(金融工具的主要形式及其在金融市场上所占的比重)等。

1. 流动性约束与银行内部资产结构

中央银行货币政策对商业银行影响力与商业银行资产规模密切相关。面对中央银行紧缩的货币政策，拥有高流动性资产的大型商业银行可迅速调整其资产结构，并同时从其他地方融资弥补流动资金，因而对房地产市场信贷供给的紧缩效应较小。而规模小的银行一般都受到较强的流动性约束，贷款数量的下降效应在小银行中普遍存在。Kashyap 和 Stein(1994)[②]在对美国银行的季度报表数据的实证研究也



① 田霖：《区域金融成长差异——金融地理学视角》，经济科学出版社 2006 年第 10 期，第 231—233 页。

② Kashyap, Anil K., Jeremy C. Stein, The Impact of Monetary Policy on the Bank Balance Sheets, *Working Paper*, 1994.

得出了相似结论。他们的研究结果表明，紧缩性货币政策（以联邦基金利率上升衡量），会导致不同资产规模的银行的名义存款增长率下降。但在贷款变化方面，资产规模大的银行的贷款在短期上升，而小银行的贷款则在短期下降，小银行对央行货币政策变动的敏感度强于大银行。

2. 借贷者信息锁定效应与银行业分工结构

由于大银行组织机构庞大、代理层次繁多，它们在信息搜集、处理和分析中大多采用标准化操作，因此与信息透明度高的大客户建立信贷关系会降低其信息搜寻成本，而大客户也往往能从大银行处得到较好的贷款条件支持。小银行虽然网络覆盖面较低，但由于其地域性特征，它们可以长期与中小企业保持近距离接触，以便获得更多的非公开的企业信息，故在对信息不透明的中小企业的贷款上具有比较优势。银行放弃原有的客户存在信息成本，而且企业重新转换贷款银行也将面临着更大的信息搜寻成本，这就使得借、贷者之间具有信息锁定效应。大银行的客户群体主要是大型房产企业，小银行的客户群体则主要是中小型房产企业，金融市场由于信息问题而产生了分离式均衡。货币政策会通过借、贷者之间这种匹配效应，连锁作用于对银行及其所对应的企业。例如，小型的房地产企业因为其对应的贷款银行的实力也十分薄弱，面对紧缩性货币政策冲击的反应会更为明显。

（三）金融摩擦与投融资效率

金融摩擦可以通过外源融资可获得性以及贷款监督和筛选成本指标来反映。通常来说，金融发达国家或地区的金融融资模式的结构安排相对合理，经济主体所面临的代理成本相应较低，投融资双方面临的金融摩擦较小（Braun & Larrain，2005）：一方面，银行本身如能够较容易地获得其他外源融资，那么它受自身存款基础的约束就越小，信用扩张的能力也越强，受货币政策的约束力小；另一方面，家庭和企业能够容易地获得其他外源融资替代银行贷款，货币政策对该地区的作用效果较弱。而金融欠发达国家或地区所面临代理成本较高，高额的验证成本会产生较大的金融摩擦并进而强化金融加速器效应，进一步放大信贷周期及房地产市场周期的波动。因此，在净资产、外源融资溢价和融资杠杆的互动作用下，货币政策冲击对高金融摩擦度的金融欠发达



地区的效果显著。

二、我国区域金融成长异质性研究

（一）区域金融总量发展差异比较

自雷蒙德·W·戈德史密斯的《金融结构与金融发展》一书出版后，很多学者都将金融相关比率（Financial Interrelations Ratio，FIR）作为衡量区域金融体系提供交易服务的程度（金融的规模）的一个重要指标。金融相关比率是具体时点上金融资产总量与国民财富之比。它反映的是金融上层结构与经济基础结构之间的关系，金融相关比率越大，经济运行中储蓄与投资分离的程度越高，外源融资和间接融资的比重越大，金融活动的能力与规模相应越强①。有鉴于我国银行业在金融业中的重要地位和数据的可得性，本书利用银行的存贷款数据来代替金融资产衡量东中西三大区域的金融发展程度。FIR 的衡量公式为：

$$FIR=(St+Lt)/GDP \quad (6.1)$$

其中，St 代表全部金融机构本外币存款余额；Lt 代表全部金融机构本外币贷款余额。

表 6-10　2002—2008 年度三区域金融相关比率统计表

	东　部	中　部	西　部
2002	2.709	2.139	2.500
2003	2.931	2.190	2.649
2004	2.757	2.034	2.496
2005	2.667	1.916	2.427
2006	2.637	1.918	2.424
2007	2.599	1.808	2.345
2008	2.601	1.754	2.367

数据来源：根据《中国区域经济统计年鉴》（2002—2008）、全国 30 省市《区域金融运行报告》（2006—2008）数据整理、计算得出。

① 丁文丽：《转轨时期中国货币政策效力的区域差异研究》，中国社会科学出版社 2005 年版。

由表 6－10 的计算结果可以看出，从 2003 年到 2008 年我国各区域金融相关比率均呈现出了下降的趋势。

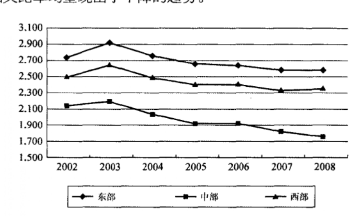


图 6－6　各区块金融相关比率趋势图

数据来源：根据《中国区域经济统计年鉴》(2002—2008)、全国 30 省市《区域金融运行报告》(2006—2008)数据整理、计算得出。

图 6－6 则更为直观地显示出，东、中、西部地区从 2003 年到 2008 年金融相比率在分别在 2.7、1.9、2.4 三个梯度上呈现出了下降的趋势。东部地区的发展项目得到的信贷资金支持力度最大，而中部地区发展所获得的信贷资金扶持力度最小。

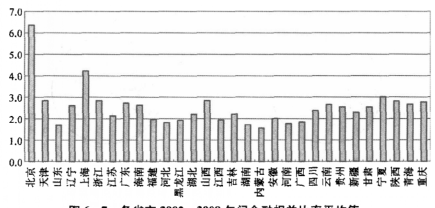


图 6－7　各省市 2002—2008 年间金融相关比率平均值

数据来源：根据《中国区域经济统计年鉴》(2002—2008)、全国 30 省市《区域金融运行报告》(2006—2008)数据整理、计算得出。



通过区域金融相关比率的比较可以看出中国金融资源区域分布上的非均衡状态。金融资源区域分布上的非均衡，导致中西部地区资金来源的紧缺，使得许多发展项目因缺乏金融机构的信贷支持而无法运作，限制了中西部地区经济的发展。而且金融资源分布的区域不均衡必然会加剧已有的经济发展水平的落差，形成经济落后—资金流失—经济更加落后的恶性循环，最终制约了欠发达地区消费和投资的增长，限制了这些地区经济与金融发展速度的提高和绩效的改善。

（二）区域金融结构差异比较研究

金融结构差异对货币政策、对房地产市场效力传导机制的影响主要通过以下三个方面得以体现：一是金融部门受中央银行货币政策工具影响的途径不同；二是金融部门之间存在差别；三是实体经济部门对金融部门服务条件变化的反应存在差别。

1. 金融机构存贷款结构的区域比较

截至 2008 年底，全国金融机构本外币存款余额达到 461 043.48 亿元，贷款余额达到 47 322.33 亿元①。从金融机构存贷款的区域分布看（见图 6－8），大部分存贷款都集中在东部地区。主要有以下几方面原因：一是“总部效应”。企业集团总部一般汇集了集团内部的大量资金，存于总部所在地银行机构，而东部地区集中了大部分的企业集团总部，

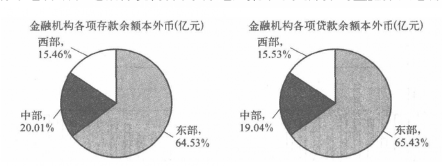


图 6－8　2008 年末金融机构存贷款余额区域分布图

数据来源：中经网数据库. http：//202.121.135.11：90/.



① 中国人民银行货币政策分析小组：《2008 中国货币政策执行报告》，中国金融出版社 2009 年版。

这种"总部效应"导致企业存款大量集中在东部地区；二是"富人效应"。东部发达省份人口众多，经济发展水平高，高收入人群大量集中于此，"富人"的存款自然大量集中在东部地区；三是"流动人员效应"。由中西部地区流动至东部地区的进城务工人员一般将收入存在工作所在地银行机构，对存款的地区分布也有一定影响。

表 6－11 2008 年年末各区域金融机构存贷款结构[①] 单位：%

	东 部	中 部	西 部	东 北	全 国
	本外币存贷款余额结构				
人民币存款占比	96.9	99.3	99.3	98.3	97.8
外币存款占比	3.1	0.7	0.7	1.7	2.2
人民币贷款占比	93.5	98.4	98.7	97.4	95.4
外币贷款占比	6.5	1.6	1.3	2.6	4.6
	本外币存款余额结构				
储蓄存款占比	43.7	56.7	49.7	58.1	47.7
企业存款占比	37.9	26.8	29.4	27.1	34
其他存款占比	18.4	16.5	20.9	14.8	18.3
	本外贷款余额结构				
短期贷款占比	41.6	42.9	34.9	43.9	40.8
中长期贷款占比	50.6	49.8	59.8	48.1	51.9
票据融资占比	5.8	5.9	4.6	7	5.7
其他贷款占比	2	1.4	0.7	1	1.6

数据来源：根据中国人民银行货币政策分析小组编《2008 中国区域金融运行报告》相关数据整理得。

2. 金融机构组成结构的区域比较

2008 年年末，我国各地区银行业金融机构个数 18.7 万个，从业人

① 表中东部地区包括：北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南 10 个省市；中部地区包括：山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南 6 个省；西部地区包括：内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 12 个省市自治区；东北地区包括：辽宁、吉林、黑龙江 3 个省。后面表中的东部地区则将东北三省包含其中。



员273万人，资产总额58.2万亿元，同比增长19.8%。分地区看，东部地区银行业金融机构个数、从业人员和资产总额在全国占比最高（见表6－12）。其中金融机构个数和从业人员数量均是中部和西部的2倍多，而资产总额占比更是高出中、西部地区4倍有余。广东、北京和上海银行业合计资产总额在全国占比为31.8%，金融资产集中度高。2008年年末，全国共有23个省市有外资银行入驻。外资银行资产总额达到1.5万亿元，同比增长15%。其中95.5%的外资银行资产集中在东部地区，但是西部和东北地区对外资银行的吸引力在不断增加，重庆、四川和辽宁是外资银行新增进入的主要地区。农村合作金融机构地区分布相对均衡，其中47.8%的法人机构集中在西部地区，51.4%的资产分布在东部地区，中部地区按省平均营业网点最多。①

表6－12　2008年年末银行业金融机构地区分布②　　单位：%

	机构个数占比	从业人数占比	资产总额占比
东　部	68	56	68
中　部	16	22	16
西　部	16	22	16
合　计	100	100	100

数据来源：中国人民银行上海总部，各分行、营业管理部，省会（首府）城市中心支行。

东部地区金融机构组成结构明显丰富，除四大国有商业银行外，大部分新兴商业银行分支机构及绝大多数外资银行机构都设在东部地区，由此构成东部地区多样化的金融机构体系。与之相比中、西部地区金融机构组成结构相对较为单纯，主要是工、农、中、建四大国有商业银行，交通、民生、光大、华夏等全国性股份制商业银行仅在少数中心城市设有分支机构，除此之外便是一些规模较小的城市商业银行及城乡信用社。



① 交通银行发展研究部编：《2007—2008年中国银行业发展报告》，2009年。

② 各地区金融机构汇总数据不包括国有商业银行、股份制商业银行和政策性银行金融机构总部相关数据。

（三）区域资本市场效率差异比较研究

东部的资本市场的深化程度要远远超过中部和西部。截至 2008 年底，我国上市公司总数达 1 625 家。年末，东部、中部、西部和东北地区国内上市公司数量占全国的比重分别为 65.8%、15.9%、18.3%（见表 6－13）。各地区上市公司债券融资额均比上年有所增加，2008 年，有 30 家上市公司发行公司债券 998 亿元，占再融资总额的 43%。东部地区上市公司债券筹资额占全国资产总量的 85.9%，比上年增长近 80%。

表 6－13　2008 年年末证券、保险、票据业地区分布　　单位：%

证　券　业				
	东部	中部	西部	全国
总部设在辖内的证券公司数	72	11.2	16.8	100
总部设在辖内的基金公司数	95.5	0	4.5	100
总部设在辖内的期货公司数	76.5	12.3	11.2	100
年末国内上市公司数	65.8	15.9	18.3	100
当年国内股票(A 股)筹资额	73.6	11.5	14.9	100
当年发行 H 股筹资额	87.1	3	9.9	100
当年国内债券筹资额	85.9	6.7	6.4	100
其中：短期融资券筹资额	84	6.2	9.8	100
中期票据筹资额	98	2	0	100
保　险　业				
	东部	中部	西部	全国
总部设在辖内的保险公司数	88.7	3.8	7.5	100
其中：财产险经营主体	83.8	5.4	10.8	100
寿险经营主体	92.7	2.4	4.9	100
保险公司分支机构	41.5	29.1	29.4	100
其中：财产险公司分支机构	43.4	26.2	30.4	100

续 表

保险业				
	东部	中部	西部	全国
寿险公司分支机构	39.6	31.8	28.6	100
保费收入	63.1	19.2	17.7	100
财产险保费收入	61.6	20	18.4	100
人寿险保费收入	63.6	18.9	17.5	100
各类赔款给付	65.4	17.7	16.9	100
票据业				
	东部	中部	西部	全国
银行承兑汇票承兑余额	76.6	11.5	11.9	100
银行承兑汇票累计发生额	76.4	12	11.6	100
票据贴现余额	73.6	12	14.4	100
票据贴现累计发生额	61.8	15.3	22.9	100

数据来源：根据中国人民银行货币政策分析小组编《2008 中国区域金融运行报告》相关数据整理得。

除了股票和债券市场以外，东部信托投资公司、保险公司等非银行金融机构数量也较为庞大（见表 6－13），这样，整个东部地区金融机构之间竞争就会十分激烈。各金融机构不仅在信贷市场上互相竞争，而且纷纷开展新型金融业务，改善金融服务水平。此外，它们多半还拥有独立的发展研究部门，除了研究开发新型金融产品以外，还时刻关注中央银行的金融政策，对中央银行的货币政策更是保持高度敏感性。当中央银行实施扩张性货币政策时，东部地区金融机构会充分利用现有资源，在政策允许的范围内开展业务。当中央银行实施紧缩性货币政策时，各金融机构信贷资金来源渠道较多，因而紧缩性货币政策不会立即使东部地区资金规模减少。东部资本市场应具有较多的可替代资产，政策性利率对该区域其他利率以及最终支出行为的影响来说，其传导过程是比较顺畅的。但是对于广大的中部和西部地区来说，金融机

构和企业产权改革滞后，大都实行“保险”经营，不善于大胆创新和追逐利润。狭窄的、缺乏竞争的资本市场会导致金融市场的刚性以及较少的可替代资产。在一个金融产品数量和种类缺乏的资本市场当中，利率对政策性利率变动的反应也很难预测，在资本市场发展的早期阶段，货币政策传导方式也很不确定。总的来说，东部地区金融资源配置效率高于中西部地区，资本市场的融资效率也相对较高。

三、区域金融成长异质性与货币政策区域异质性的实证检验

本书以近年来各区域金融相关比率(FIR)的均值作为金融市场总量发展的评价指标；银行业金融机构地区分布比例(bank)和非金融机构贷款(non-financial)地区分布比例作为金融结构的衡量指标；以总部设在辖区域内的证券公司数占全国比重(stock company)和年末区域内国内上市公司数占全国比重(public company)作为资本市场融资效率的衡量指标，考察各区域金融成长变量对货币政策各传导渠道的影响。应变量同上节。

表 6-14　金融成长变量对货币政策各传导渠道影响的线性回归结果

	Rrate	C	Rm0	C	Rloan	C
FIR	0.005	None	−0.003	0.026	−0.006	0.018
pvalue	0.145	None	0.920	0.756	0.382	0.306
bank	0.041	None	−0.055	0.036	−0.019	0.011
pvalue	0.048	None	0.486	0.299	0.051	0.032
non-financial	0.037	None	−0.025	0.027	−0.009	0.007
pvalue	0.010	None	0.533	0.256	0.004	0.002
stock company	0.034	None	−0.021	0.025	−0.008	0.007
pvalue	0.010	None	0.516	0.232	0.022	0.010
public company	0.037	None	−0.026	0.027	−0.009	0.007
pvalue	0.005	None	0.490	0.233	0.048	0.024



结论一：利率渠道对房地产市场效力可通过改变金融产品之间的

相对收益率来传导。

银行数量、非金融机构贷款及股票变量都和利率渠道效力呈正相关关系，这说明利率政策可通过改变各种金融产品及其衍生品的收益率来促使企业和居民调整资产组合，改变房地产的投资消费决策，最终达到调整房地产市场供求关系的目的。

结论二：信贷政策收紧的效力可被银行间资金的强流动性削弱。

表 6 - 14 的实证结果显示，除区域金融相关比率这一总量指标外，其他四个有关区域金融成长空间差异的变量均对信贷渠道产生了显著的效果。银行业金融机构数量对信贷渠道的回归系数为—0.019，这说明区域内银行机构数量较多时，各银行间的资金流动性也较强，信贷政策收紧的效力可被银行间信贷资金的高流动性削弱。

结论三：外源性融资渠道多的区域上，信贷传导渠道对该区域房地产市场效力的较弱。

非金融机构贷款、辖区域内的证券公司数和区域内国内上市公司数占全国比重与信贷政策对房地产市场效力呈负相关关系，这说明在除银行贷款的外源性融资渠道多的区域上，信贷传导渠道对该区域房地产市场效力的较弱。非金融机构贷款对信贷渠道的回归系数为—0.009，其大小与证券公司数和上市公司数前的回归系数大小基本相同。这说明非金融机构的信贷资金和资本市场资金对信贷政策传导效力的影响力度基本相同，两者之间是完全替代关系。可见，当货币政策紧缩时，企业和个人从非金融机构获得贷款的难度和资本市场上融资的难度基本相同，声誉高和资金实力强的企业较容易获得外源性融资，而声誉差和资金实力弱的企业无论是争取非金融机构贷款还是通过证券市场融资都十分困难。

第七章 研究结论、政策建议与未来展望

前文首先从理论角度证实外生性货币政策冲击对房价的影响依赖于区域市场的内生性特质这一命题，然后使用中国的数据对货币政策、对房价的区域异质性的存在性进行验证，发现实证结果与理论预测保持了高度一致，最后使用理论与实证相结合的分析方法，从时间、区域、产业和企业四个维度阐述了货币政策对房价区域异质性的产生原因。本章旨在在总结前文主要结论的基础上，提出相应的政策启示，为宏观经济管理部门更科学地制定和实施货币政策、减少货币政策效率损失、更好地协调区域间房地产市场健康发展提供参考意见。本章最后分析了本研究的局限性，旨在为进一步深化此方面研究指出方向。

第一节 主要研究结论

本书在理论研究和实证分析的基础上，对货币政策、对区域房价波动的微观传导机制、货币政策对房价的宏观传导环境及货币政策对区域房价的调控效力等关系进行了系统而具有一定创新性的研究，得出了以下几方面较有新意的研究结论。

1. 我国东、中、西部地区的房价波动存在着长期均衡关系及梯度的“空间扩散”效应。东部地区和中部地区房价的变动可以带动西部地区房价的变动，但是西部地区房价的变化却不足以影响到东部地区房价和中部地区房价波动。也就是说，房价高的地区的房价会对房价低的地区的房价产生梯度的“空间扩散”效应，拉动低房价地区房价的上涨。

2. 实证结果显示在不同区域上，能引起当地房地产市场均衡价格



发生深层次调整的货币政策工具各不相同。第一，东部地区房价对利率政策工具的反应最为敏感。东部地区房价对利率的响应在第 6 期就可达到峰值(响应深度)－2.45%，而中、西部地区的房价在考察期末(36 期)方才达到峰值。东部房价对利率工具的响应深度和速度均高于中、西部地区。第二，信贷政策对中、西部房价的持续约束力显著。在考察期末中西部房价对信贷政策的响应值还保持在 0.3%左右的水平，而东部地区房价对信贷政策的响应基本已恢复到初始稳态(0 值)。第三，不同区域上对房价累积效力最大的货币政策工具各有不同。在考察期内，东部地区房价对利率工具的累积响应最大，达－40.23%，中部地区房价对于信贷工具的累积响应值最大，达 15.68%，而西部地区房价则对货币供给量的累积响应最大，达 12.74%。

3. 房价对货币政策响应的区域异质性有赖于房地产市场结构、居民消费模式及金融市场结构三方面因素。

首先，利率渠道效力的发挥与房地产市场结构紧密相关。房地产企业个数对利率渠道效力的回归系数为 0.074，房地产企业的资产负债率对利率渠道效力的回归系数为 0.351。房地产企业的资产盈利率对利率渠道效力的回归系数为 1.283。这说明东部房地产市场容量大，房地产企业管理层具有较丰富的市场经验，对国家宏观政策的变动的分析预测能力较强，会及时根据利率政策的变动调整其产品开发和资金营运策略，因而对利率渠道效力的发挥有很大的促进作用。此外，房地产企业的资产盈利率对信贷渠道效力的回归系数为－0.424。这说明东部地区房地产企业良好的资产负债表状况，使得他们即使在紧缩性的信贷政策环境下也能容易的获得外源性融资，受信贷政策的约束力较小。

其次，居民的住房消费模式能显著影响货币供给量对区域房地产市场的作用效力。我国房贷与消费水平比呈现出了明显的东高西低的情况，而该变量对货币供给量脉冲响应值的回归系数为－0.002。这说明我国中部地区、西部地区居民对货币供给量政策较为敏感。货币流动性高，货币供给规模的扩张，会使得当地居民的新增财富感比较强烈，刺激其对住房的消费和投资需求，并进一步导致房地产市场需求总

量的变化。

再次，金融产品的丰富有助于利率渠道对房地产市场效力的发挥，而区域内银行业竞争度高时会弱化紧缩性信贷政策对房地产市场的效力。实证研究表明，区域内银行数量、非金融机构贷款及股票变量都和利率渠道效力呈正相关关系，这说明利率政策可通过改变各种金融产品及其衍生品的收益率来促使企业和居民调整资产组合，改变房地产的投资消费决策，最终达到调整房地产市场供求关系的目的。而银行业金融机构数量对信贷渠道的回归系数为－0.019，这说明区域内银行机构数量较多时，各银行间的资金流动性也较强，信贷政策收紧的效力可被银行间信贷资金的高流动性削弱。

第二节　实行适度差异化的货币政策协调区域间房市发展的建议

从上述几章的实证分析可以看出，在我国不同区域经济金融差距越来越明显的条件下，集中统一的货币政策对不同区域房地产市场的政策效应具有明显的差异性。不同区域的房地产市场上，货币政策传导机制的各个传导环节的效果及其关联性也有所不同。美联储主席伯南克(2004)认为房地产价格的波动可能蕴含了未来货币政策最终目标的信息，是未来经济活动变化的先行指标。充分认识到货币政策对区域房地产市场调控的差异性，可以为货币政策的制定带来很大的能动性。当区域房地产价格发生较大的波动时，中央银行可以通过这种波动预期到相关区域经济变量在未来一段时间内将发生什么样的变化，从而提前针对这种变化做出相应的货币政策反应。

我国应该在全国统一性的货币政策总量调控的基础上，针对不同的区域经济结构现状，适当考虑房地产市场的地区差异性，实行适度差异化的区域金融调整政策。通过政策在总量调控和区域适度差别这两方面的有机结合，提高社会资金在各地区房地产市场间的配置效率，优化货币政策对全国房地产市场结构的调控效力，促进区域房地产市场之间的协调发展。必须指出的是，这里所说的货币政策对房地产市场



的区域差异性操作的目的并不是指从一般意义上消除房地产市场区域间差异，因为区域房地产市场的适度差异性符合房地产市场发展的正常状态和一般规律。适度的区域差异性政策的实施是为了减少房地产市场区域间发展的过度差异，防范房地产市场间的投机行为，减少政策效率损失，提高房地产市场整体的运行效率。

为实现这一目标，宏观政策制定部门应妥善处理好货币政策的集中统一性与区域化取向的关系，处理好货币政策目标的总量增长与区域市场协调发展的关系，以及货币资金存量流量调控的总量平衡与结构平衡的关系。立足于前文的理论和实证分析，本章给出了以下三方面可操作性建议：首先，应根据不同区域房地产市场的货币政策传导渠道特点，采取能够发挥区域比较优势，有利于资金优化配置的政策工具组合；其次，健全政策传导的商业银行环节，在确保决策统一的前提下，适当扩大分支行的货币政策权限，使之能因地制宜地实施相应的政策操作，提高政策实施效应；第三，结合我国区域发展的特点，建立市场化利益导向的微观经济利益主体，强化货币政策的传导环节的关联性。

一、针对不同区域房地产市场的多元化货币政策工具选择

（一）实行区域差别化的存款准备金政策

由于我国东、中、西部地区间在货币化水平、资金周转率、资金外流度等方面差距较大，导致统一的存款准备金政策下货币供给的区域不均衡分布。正如书中第六章第二节的实证结果所显示，中、西部欠发达地区由于金融结构单一、市场不发达，全国统一的紧缩性的存款准备金政策会加剧东部和中西部地区间货币供给差距，使中西部市场陷入资金短缺的恶性循环，这对当地居民的住房消费模式会产生较大的冲击。实际上，我国已从 2004 年 4 月 25 日开始，依据资本充足性和资产风险程度实施金融机构差别化的存款准备金制度。我们还应该在此基础上进一步推行区域差别的存款准备金制度。具体来说，应该在确保金融机构资产流动性和保护存款人利益的前提下，综合考虑地区经济发展及存款增长能力等因素，设置不同档次的存款准备金率，适当调低中西部地区一些规模较小的金融机构的法定存款准备金率。

（二）实现再贴现规模的非均衡分配，构建区域化再贴现利率体系

我国目前票据市场存在明显的区域性和隔断性，如由于信用缺失导致的票据跨系统、跨地区流通困难、对票据真实性贸易背景的过度强调使其丧失融资功能，票据签发、承兑、贴现环节的区域化等都使得票据市场发展举步维艰。票据市场的非统一性使得合理的再贴现利率体系尚未形成，中西部欠发达地区在中央银行统一货币供给调控时处于不利的地位。为弥补这一机制损失，中央银行总行在对再贴现规模分配时，可以考虑适当向中西部欠发达地区倾斜。此外，中央银行各区域分行还可根据本区域房地产市场资金供求状况和房地产行业资金利润率水平确定再贴现利率，这样再贴现利率能够反映资金的使用成本，引导金融机构和社会资金根据区域房地产市场结构进行差异化的配置，优化住房结构，优先保障自住型居民住房消费。

（三）强化中西部地区的公开市场业务操作，积极培育中西部地区货币市场交易主体

与存款准备金率政策相反，全国统一的公开市场业务操作更容易发挥欠发达地区在融入基础货币方面的优势，更有利于发挥其资金的区域市场调节功能。由于信贷风险大，欠发达地区的金融机构在资金运用上，往往偏好于存、购买债券。这样就导致中西部地区金融机构存量资产结构中各种债券的比例相对较高。此时，中央银行运用公开市场业务操作大量收购债券，就会诱导中西部地区的金融机构相对多地卖出债券，从而融入较多的基础货币，使信贷资金供应能力增强。为此，我国应适当放宽对中西部欠发达地区公开市场一级交易商的资格审查，增加一级交易商的数量，并以此为依托，通过代理制使不具备会员资格的金融机构也能借助于代理方式，从事资金融通和债券交易，以此来疏通中央银行公开市场业务操作在中西部地区的传导机制。

（四）有差别地选择再贷款、再贴现对象，加强再贷款对中西部地区的倾斜性支持



在不同的区域房地产市场上，货币政策的传导渠道在金融机构这一环节上的政策效力是有差别的。我国东部地区的信贷传导主渠道是商业银行，尤其是国有商业银行，而中西部地区对中小金融机构的依赖

程度大，如城乡信用社。但由于中小金融机构尤其是欠发达地区的城乡信用社，在存款市场的竞争中明显处于劣势，因为难以获取中央银行再贷款，中小金融机构总是大部分资金以超额准备的形式留用，严重影响了中小金融机构对当地房地产市场发展的支持力度，因此，可以考虑适当增加欠发达地区中小金融机构的再贷款、再贴现限额，并适当延长再贷款期限，以此提高欠发达地区货币政策对房地产市场的信贷传导效率。

二、建立有区域特色的多元化房地产融资体系

（一）建立东部地区以市场化为导向的多渠道房地产融资体系

尽管东部地区的金融发展程度相对较高，但我国东部地区房地产金融市场目前以一级市场为主，二级市场尚未真正建立起来。一级市场体系中虽然包括住房储蓄银行、住房公积金等机构，但仍以商业银行为主，信托项目融资、上市融资、企业债券融资、非上市股权融资等融资渠道远未完善。为最大限度地降低房地产业转嫁到银行系统的房贷风险，东部地区应充分发挥当地的金融资源优势，开辟多元化和市场化的融资渠道，首先进行住宅产业基金、住房信贷资产证券化、房地产信托的探索试点。这样不仅能有效降低和分散银行的信贷风险，而且也有利于强化货币政策信号通过各种金融资产价格对房地产市场的信息传递功能、市场导向功能和价格传递功能，充分体现政策意向，引导企业和公众的心理预期，提高货币政策对房地产市场的调控效率。

（二）加强对东部地区房地产市场境外投资资金的管理

东部地区房地产市场投资资金的来源渠道广，在人民币升值背景下，大量境外游资通过各种渠道进入我国东部地区的房地产市场，既获得房地产升值收益，又获得人民币升值收益。基于对房地产市场和金融市场健康发展的角度考虑，必须对这部分资金给予足够重视，从以下两方面严加管理：首先，严格控制房地产业利用外资规模。虽然房地产业属于实体经济行业，但是其虚拟产品特性也非常明显，外资资金的替代作用会削弱宏观调控政策对东部地区房地产市场的作用效果。因此我国外汇管理机构需要对进入国内后外资的流向加强监管，防范各

种形式的假借实业投资之名而在我国进行房地产投机活动的境外游资；第二，限制境外主体购买国内房地产，实行非国民歧视，优先保障国内居民的房地产福利水平。许多地方政府受经济利益的趋势，对境外主体购买国内房地产持宽松态度，境外主体的跨境套利活动直接导致了我国东部不少省市的房地产价格水平快速上涨幅度超出本地区居民的承受能力，损害当地居民的住房福利水平。因此，东部房地产市场应优化房地产供给结构，重视对当地居民住房消费需求的保障度。

（三）建立中西部地区以政策性房地产金融机构为核心的多元化房地产融资体系

在美国，政策性住房金融体系包括联邦住房局(FHA)、政府国民抵押贷款协会(GNMA)、联邦国民抵押贷款协会(FNA)、联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC)，承担着为中低收入家庭、地区提供信贷服务，创造抵押贷款证券，进行间接调控等功能。目前，我国具有政府背景的政策性住房金融体系发育不足，主要以住房公积金贷款为主。住房公积金制度有利于政策性抵押贷款制度的建立，并能积累大量资金。在我国中西部房地产融资渠道单一的情况下，正确运用、管理和操作这笔日益庞大的资金，提高公积金的使用效率，是促进当地住房建设和提高居民住房有效需求的优良途径。这其中的工作重点首先就是加大住房公积金的贷款力度。具体来说，可依据当地住房价格水平，确定适当的住房公积金贷款额度和还贷期限，适当放宽贷款额度，大力发展公积金委托贷款，还可根据贷款人要求提供多种可选的还款方式。

三、建立市场化利益导向的微观经济利益主体

货币政策对房地产市场发挥作用不仅在于中央银行如何调节，更主要在于金融、房地产企业和居民等微观经济主体如何做出反应，微观经济主体对货币政策保持较高的弹性是货币政策发挥作用的基础，是我国建立市场利益化导向的微观经济基础。

（一）提高我国中西部地区房地产企业、居民金融努力程度

目前我国特别是中西部地区企业、居民等微观主体金融意识不够，金融观念淡薄，金融风险约束机制尚未形成，对金融发展的参与积极性



不高。应该通过加强教育和宣传，增强政、银、企沟通协调，加快金融创新力度，提高我国中西部地区房地产企业、居民等经济主体的金融努力程度，鼓励他们敢于通过资产多元化追逐利润，调整企业、居民等的资产负债结构，改变居民金融资产过于集中银行储蓄的局面，增强居民收支活动的利率敏感性。基层央行应积极向地方政府汇报宣传货币政策和反映经济金融运行中问题，为政府决策当好参谋，配合地方政府加大金融生态、征信体系、担保体系及投资软环境建设。

（二）加大东部地区国有商业银行产权改革力度，大力发展中西部地区区域性商业银行

目前国有商业银行是我国货币政策信贷传导渠道的主要“中介”，它的行为直接关系到货币政策的有效性，为提高货币政策的有效性，东部地区应率先加大国有商业银行产权改革力度，建立完善的经营管理体制，完善公司的治理结构，建立有效的激励机制和内部控制体系，使东部地区商业银行真正成为自主经营、自负盈亏的人格化的经济主体，在资金供求和利率发生变化时，做出符合市场规则的理性反应，强化东部商业银行对中央银行货币政策意图的传导。

由于我国不同地区经济金融发展的不平衡以及资金收益率的差别，使得金融机构常常将在中西部吸收的资金投往东部地区，这样不利于缩小地区之间房价波动的差异。区域性商业银行由于其分支机构和总行都在同一区域内，其业务范围也主要在本区域内，可通过区域性商业银行在资金市场上积极的融通资金进行同业往来，极大地促进了资金流动和资源的合理配置，因而它对本地经济在资金上的贡献要大于一般大银行的分支行。中西部地区应大力发展区域性商业银行，但由于中西部地区金融机构单一，金融工具种类匮乏，金融发展水平比较落后，因此应适当降低在资本金、营运规模等方面的要求，通过政策的倾斜促进中西部地区区域性商业银行的发展，提高金融机构密度与金融效率。



（三）提高东部地区房地产企业投资经营活动的利率敏感性，大力扶持中西部中小房地产企业发展

企业作为货币政策传导的微观主体在货币政策传导机制中处于非

常重要的地位，是连接货币政策和其最终目标的中间环节。在我国中西部地区国有企业是微观经济主体的主要组成部分，企业的公司治理结构改革还未全面完成且普遍存在预算软约束的情况下，一方面应尽快推进房地产企业产权改革，按照现代企业制度的要求，实行房地产企业投资主体多元化，促使房地产企业出资人到位并充分履行出资人的功能，使房地产企业成为真正理性的市场竞争主体，作为真正拥有自身利益的法人实体参与金融交易活动，增强成本约束，并且对货币政策行为自主地作出反应，通过市场竞争获取资金，使利率发挥出对投资的调节作用。建立完善的公司治理结构，只有当企业成为自主经营、自负盈亏的市场主体时，真正体现所有者利益的企业才会充分认识到融资成本及融资风险的重要性，才能对货币政策的信号做出敏感的反应；另一方面，大力扶持中西部中小房地产企业发展。中小型房地产企业是目前我国中西部房地产市场的重要组成部分，是货币政策传到机制中的重要传导环节，大力发展中小企业能够有效提高经济社会对货币政策的敏感程度，提高货币政策的执行效果。

第三节　未来研究方向

房价波动是一个既深奥又复杂的问题，尽管国内外有关房价问题研究的历史很长，但是研究货币政策对房价波动的区域异质性却是一个全新的课题，从货币政策对房价的传导理论到区域经济的相关资料、数据的收集再到实证模型的选择都需要经过反复的论证和探究。由于篇幅和研究精力的限制，以下方面是包括本书在内的国内同行所未能解决的问题，也是本项研究在未来的重要拓展方向。

第一，本书出于定量分析的考虑，只着重测度了各种货币政策工具变量对区域间房价波动的贡献度，但区域间房价波动的非均衡性还可能来源于各区域上所实施的土地政策、财政政策及金融制度的差异，如何量化这些政策性变量对区域间房价波动的影响是将来的一个有意义的研究方向。



第二，本书对东、中、西部房地产区域市场的界定是遵循房地产市

场空间位置邻近的准则，沿用国家一贯对中国经济区域的划分标准来执行的。国际上目前还有另一种以市场发展特性相似度为准则的区域划分方法，例如按照房地产业产值占该地区 GDP 的比重、居民住房消费占当地居民人均收入的比重等指标来对全国房地产市场进行区域性分割。不同区域划分方法的使用，可能会改变个别省市所属区块的归类，并改变其所适用的货币政策工具。例如本书中包含在东部地区的辽宁省，按房地产市场发展水平可能更应归为中部地区，适用的最为有效的货币政策工具组合也可能和中部地区的大部分省市相似。但笔者认为即使是个别省市所属区域划分具有差别，也不会改变本书在区域层面所得的主要实证结论，当然，这一观点也有待于今后在研究中进一步加以验证。

第三，房价是房地产市场供求平衡的结果，本书只重点研究了货币政策对区域房价波动的影响。但实践过程中，我国的货币政策并不直接针对房价进行调控，而是通过对土地供给、投资资金成本及住房消费贷款规模等供求面的调控，间接影响房价。受区域房地产市场供求弹性的影响，我国各区域房地产业的供给面和需求面对货币政策的响应可能存在非对称性，这也是在未来可深入分析的一项重要课题。

第四，在对货币政策、对房价波动的区域效力差异的解释中，受区域经济统计指标和时间长度的限制，本书对区域房地产市场、居民消费行为及金融市场成长差异的衡量指标并不丰富。若未来能取得更为详尽的数据，则会使得货币政策对房价传导的区域效力差异产生原因的解释更为精准，并可以用实证结论推进货币政策对区域房价波动传导效力的理论解释深度。

参考文献

1. Amihud. Y. , Mendelson. H, Liquidity and Asset Prices: Financial Management and Implication, *Financial Management*, 1988(17).
2. Anil K. Kashyap, Jeremy C. Stein and David W. Wilcox, Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance, *The American Economic Review*, 1993. 83(1).
3. Arellano. M. and O. Bover, Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models, *Journal of Econometrics*, 1995(68).
4. Arnold. I. J. M, The Regional Effects of Monetary Policy in Europe, *Journal of Economic Integration*, 2001(9), 6(3).
5. Baffoe-Bonnie. J. , The Dynamic Impact of Macroeconomic Aggregates on Housing Prices and Stock of Houses: A National and Regional Analysis, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1998(17).
6. Bagliano. Fabio. C. , Carlo A. Favero, Measuring Monetary Policy with VAR Models — An Evaluation, *European Ecomomic Review*, 1998, 42(6).
7. Bain. J. S, *Industrial Organization*, New York: Joho. Wiley Sons Inc. , 1959.
8. Beatriz Larraz-Iribas, Jose-Luis Alfaro-Navarro, Asymmetric Behaviour of Spanish Regional House Prices, *International Atlantic Economy Research*,2008(14).
9. Bemanke. Ben S. , Alan Blinder, The Federal Funds Rate and the Chennels of Monetary Transmission, *American Economic Review*, 1992, 82(9).
10. Bemanke. Ben S. , Ilian Mibov, Measuring Monetary Policy, *Quarterly Journal of Economics*, 1998.
11. Bernanke. Ben S. , Gertler Mark, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives*, 1995(3).
12. Bernanke. Ben S. , Jean Boivin and Piotr Eliasz, Measuring The Effects Of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR)



Approach, *Quarterly Journal of Economics*, 2005(2).

13. Bradley T. Ewing, James E. Payne, The Response of Real Estate Investment Trust Returns to Macroeconomic Shocks, *Journal of Business Research*, 2005(58).
14. Brittan. E. and J. Whitley, Comparing the Monetary Transmissi on Mechanism in France, Germany and the United Kingdom — Some Issues and Results, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1997(5).
15. Calhoun. C. A., *OFHEO House Price Indexes: HPI Technical Description*, *Office of Federal Housing Enterprise Oversight*, unpublished manuscript, 1996.
16. Carlino. Gerald and DeFina. Rober, The Diferential Regional Effects of Monetary Policy — evidence From the U. S. States, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *working paper*, 1998.
17. Chrisfano. L. J. and M. Eichenbaum, Liquidity Effects and the Monetary Transmission M echanism, *NBER Working Papers*, 1992.
18. Christiano. L. and M. Rostagno, Money Growth Monitoring and the Taylor Rule, *ECB Workshop*, 2001.
19. Christopher Kent. Philip Lowe, Asset Price Bubbles and Monetary Policy, *Reserve Bank of Australia*, 1997.
20. David G. Mayes, Matti Vire'n, Monetary Policy Problems for Currency Unions: Asymmetry and the Problem of Aggregation in the Euro Area, *Economic Modelling*, 2005(22).
21. Davis. E. Philip and Zhu Haibin, Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross-country Evidence, *BIS Working Paper*, No. 150., 2004(3).
22. Davis. Morris, Jonathan Heathcote, Housing and the Business Cycle, *Working paper*, 2003.
23. Del Negro, Marco Otrok, Christopher, Monetary policy and the house price boom across U. S. states, *Journal of Monetary Economics*, 2007(10), 54(7).
24. Dickey. D. A., Fuller. W. A., Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Journal of the American Statistical Association*, 1979,74(366).
25. Engle. Robert. F and Granger. Clive W. J., Cointegration and Error Correction:

Representation. Estimation and Testing, *Econometrica*, 1987,55(2).

26. Eunkyung Kwon, Monetary Policy, Land Prices and Collateral Effects on Economic Fluctuations — Evidence from Japan, *Journal of the Japanese and International Economies*, 1998(12).
27. Fadzlan Sufian, Muhd-Zulkhibri Abdul Majid, Bank Ownership, Characteristics, and Performance: A Comparative Analysis of Domestic and Foreign Islamic Banks in Malaysia, University Library of Munich, *MPRA Working Paper* 2007.
28. Favem. C. and E. Giavazzi, *An Evaluation of Monetary Policy Transmission in the Context of the European Central Bank*, a peport to the European Parliament, 1999.
29. Fielding, David and Shields, Kalvinder, The Impact of Monetary Union on Macroeconomic Integration: Evidence from West Africa, *Economica*, 2005. 72 (288).
30. Filardo, A. Monetary Policy and Asset Prices, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 2000(85).
31. Sean Holly, Martin Weale. Econometric Modelling: Techniques and Applications. Cambridge. Cambridge University Press, 1999.
32. Geiger Michael, Monetary Policy in China (1994 - 2004) — Targets, Instruments and Their Effectiveness, *Wurzbug Economic Papers*, 2006(68).
33. George Georgopoulos, Measuring Regional Effects of Monetary Policy in Canada, *International Advances in Economic Research*, 2001(7).
34. Gerald A. Carlino, Robert DeFina, Do States Respond Differently To Changes in Monetary Policy?, *Business Review*, 1999(7).
35. Gergely Kiss, Gábor Vadas, The Role of The Housing Market in Monetary Transmission, *The Magyar Nemzeti Bank's Background Paper*, 2005(2).
36. Grissom. T. D. Hartzell and C. H. Liu, An Approach to Industrial Real Estate Market Segmentation and Valuation Using the Arbitrage Pricing Paradigm, *AREUEA Journal*, 1987, 15(3).
37. Hamilton. J. D., *Time Series Analysis*, New Jersey: Princeton University Press, 1994.
38. Harvey. A. C., *The Econometric Analysis of Time Series*, New York: MIT



Press,1990(2).

39. Hayashi. F., *Econometrics*, New Jersey: Princeton University Press,2000.

40. Hoeller. P., D. Rae., Housing Markets and Adjustment in Monetary Union, OECD Economics Department, *Working Papers*, 2007(10).

41. Hofmann, Boris, Bank Lending and Property Prices: Some International Evidence, *HKIMR Working Paper*, No. 22,2003.

42. Hwang. M., Quigley. J. M., Economic Fundamentals in Local Housing Markets: Evidence from U. S. Metropolitan Regions, *Journal of Regional Science*, 2006.

43. Iacoviello, M, Consumption, House Prices, and Collateral Constraints: A Structural Econometric Aanalysis, *Journal of Housing Economics*, 2004(13).

44. Iacoviello, M., House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle, *American Economic Review*, 2005, 95(3).

45. Iacoviello. M., Minetti. R., The Credit Channel of Monetary Policy and the Housing Market: International Empirical Evidence, Boston College Economics, *Working paper*, 2003.

46. Iacoviello. M., House Prices and the Macroeconomy in Europe: Results from a Structural VAR Analysis, European Central Bank, *Working Paper*, 2000(18).

47. Inessa Love, Lea Zicchino, Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2006(46).

48. Ingram. J. C., *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, Chapel Hill, 1962.

49. Ingrid Gould Ellen, Spillovers and Subsidized Housing: The Impact of Subsidized Rental Housing on Neighborhoods, the Joint Center for Housing Studies of Harvard University, unpublished manuscript,2006.

50. Isabel Vansteenkiste, Regional housing market spillovers in the U. S. — lessons from regional divergences in a common monetary policy setting, European Central Bank, *Working Paper Series 708*, 2007.

51. Ivo J. M. Arnold, Evert B. Vrugt, Firm Size, Industry Mix and the Regional Transmission of Monetary Policy in Germany, *German Economic Review*, 2004. 5(1).

52. Ivo J. M. Arnold, Evert B. Vrugt, Regional Effects of Monetary Policy in the Netherlands, *International Journal of Business and Economics*, 2002, 1(2).

53. James B. Kau, Donald Keenan, The Theory of Housing and Interest Rates, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1980,15(4).

54. James B. Kau, Donald Keenan, The Theory of Housing and Interest Rates, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1980,15(4).

55. James Tobin, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money,Credit and Banking*,1969,1(1).

56. Jeffrey A. Miron., David N. Weil, *Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism*, Chicago and London: University of Chicago Press, 1994.

57. Jin. Y., Zeng. Z., Real Estate and Optimal Public Policy in A Credit-Constrained Economy, *Journal of Housing Economics*, 2007(16).

58. Jin. Y., Zeng. Z., Residential investment and House Prices in A Multi-Sector Monetary Business Cycle Model, *Journal of Housing Economics*, 2004(13).

59. Jonathan McCarthy, Richard W. Peach, Monetary Policy Transmission to Residential Investment, *FRBNY Economic Policy Review*, 2002(8).

60. Kan, K., Kwong, S. K. S., & Leung, C. K. Y., The Dynamics and Volatility of Commercial and Residential Property Prices: Theory and Evidence, *Journal of Regional Science*, 2004, 44(1).

61. Kashyap, Anil K., Jeremy C. Stein, The Impact of Monetary Policy on the Bank Balance Sheets, *Working Paper*, 1994.

62. Kashyap, Anil K. and Jeremy C. Stein, The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implication for European Union, *Economic Perspectives*, 1997.

63. Kau. J. B. D. Keenan and S. Sirmans, Interest and Housing, University of Georgia, *Working paper*, 1979.

64. Kau. J. B., Keenan. D., The Theory of Housing and Interest Rates, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,1980(XV).

65. Kearl. J. R., Inflation Mortgages and Housing, *Journal of Political Economy*, 1979(87).

66. Koop G. Pesaran MH and Potter SM, Impulse Response Analysis in Nonlinear



Multivariate Models, *Journal of Economy*, 1996, 74(1).

67. Kosonen. K and P Timonen, Household Debt Problems in a Bank-Dominated Housing Finance System — the Case of Finland, University of Glasgow, *European Network for Housing Research Conference*, 1994(8).
68. Kosuke Aoki a, James Proudman b, Gertjan Vlieghe, House prices, Consumption and Monetary Policy: A Financial Accelerator Approach, *Journal of Financial Intermediation*, 2004(13).
69. Krishnamurthy. A., Collateral Constraints and the Amplification Mechanism, *Journal of Economic Theory*, 2003, 111(2).
70. Kwon, E., Monetary Policy, Land Prices, and Collateral Effects on Economic Fluctuations: Evidence from Japan, *Journal of the Japanese and International Economies*, 1998(12).
71. Leung, C. K. Y., Equilibrium Correlations of Asset Price and Return, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2007a(34).
72. Leung, C. K. Y., Macroeconomics and Housing: A review of the Literature, *Journal of Housing Economics*, 2004(13).
73. Malpezzi, S., Economic Analysis of Housing Markets in Developing and Transition Economies, In P. Cheshire & E. Mills (Eds.), *Handbook of Regional and Urban Economics*, North-Holland: Elsevier Science, 1999(3).
74. Marco Del Negroa, Christopher Otrok, Monetary Policy and the House Price Boom Across U. S. States, *Journal of Monetary Economics*, 2007(10), 54(7).
75. Massimo Giuliodori, Monetary Policy Shocks and the Role of House Prices Across European Countries, University of Amsterdam, *Unpublished Manuscript*, 2003.
76. Matteo Iacoviello, Raoul Minetti, The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market, Boston College Department of Economics, *Boston College Working Papers in Economics*, 541, 2003.
77. Matteo Iacoviello, Stefano Neri, Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model, BANCA D'ITALIA, *Working Papers*, 2008(1).
78. McCarthy. Jonathan. and Robert W. Peach, Monetary Policy Transmission to Residential Investment, *Economic Policy Review*, 2002.
79. Meltzer. A. H, Credit Availability and Economic Decisions — Some Evidence from



the Mortgage and Housing Markets, *Journal of Finance*, 1974(6).

80. Mera, K., Land Price Ascent and Government Response in Japan, In K. Mera & B. Renaud (eds.), *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, New York: M. E. Sharpe, 2000a.

81. Michael Fratantoni. Scott Schuh, Monetary Policy, Housing Investment and Heterogeneous Regional Markets, http. //papers. ssrn. com/sol3/papers. cfm? Abstract id=214870, 1999(10).

82. Miller. N., Peng. L., The Economic Impact of House Price Changes: A Panel VAR Approach, Mimeo Univercity of Cincinnati and Univercity of Colorado at Boulder, *Working paper*, 2005.

83. Modigliani and Franco, Consumer Spending and Monetary Policy — The Linkages, *Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, 1971(5).

84. Modigliani, Franco, The Life-Cycle Hypothesis and Intercountry Differences in the Saving Ratio, M. FG. Scott, and J. N. Wolfe (eds.), *Induction, Growth and Trade: Essays in Honour of Sir Roy Harrod*, Oxford: Oxford University Press, 1970.

85. Mohammad S. Hasan, Majid Taghavi, Residential investment, Macroeconomic Activity and Financial Deregulation in the UK — an Empirical Investigation, *Journal of Economics and Business*, 2002, 54(4).

86. Muellbauer. J., Murphy. A., Explaining Regional Consumption in the UK, University of Oxford, *Working paper*, 1995.

87. Nan-Kuang Chen and Charles Ka Yui Leung, *Property Markets and Public Policy — Spillovers through Collateral Effect*, unpublished manuscript, 2004.

88. Nan-Kuang Chen, Charles Ka Yui Leung, Asset Price Spillover, Collateral and Crises: with an Application to Property Market Policy, *Journal of Real Estate Finance and Economic*, 2007.

89. Ogawa, K., Suzuki, K., Land Value and Corporate Investment: Evidence from Japanese Panel Data, *Journal of the Japanese and International Economies*, 1998, 12(3).

90. Ortalo-Magne. F., Rady. S., Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints, *Review of Economic Studies*, 2006,



73(2).

91. Ortalo-Magne. F., Rady. S., Housing Transactions and Macroeconomic Fluctuations: A Case Study of England and Wales, *Journal of Housing Economics*, 2004(13).
92. Owyang, M. T., H. J., Wall Regional Disparities in the Transmission of Monetary Policy, FRB St Louis, *Working paper*, 2003.
93. P. B. Kenen, The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, *Monetary Problems of the International Economy*, 1969.
94. Pesaran MH. Shin Y, Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models, *Economy Letter*, 1998.
95. Pesaran. M. Hashem and Ron P. Smith, Structural Analysis of Co-integrating VARs, *Journal of Economic Surveys*, 1998(12).
96. Qi Liang, Hua Cao, Property Prices and Bank Lending in China, *Journal of Asian Economics*, 2007(18).
97. R. I. Mckinnon, Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 1963(53).
98. Randall J. Pozdena, Do Interest Rates Still Affect Housing?, *Federal Reserve Bank of San Francisco Summer*, 1990 (3).
99. Robert Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economics Review*, 1961(51).
100. Rotemberg, J., Woodford, M., *Interest-Rate* Rules in an Estimated Sticky-Price Model, Taylor, J. (Ed.), *Monetary Policy Rules*, Chicago: Univercity of Chicago Press, 1999.
101. Schneider. M., Tornell, A., Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises, *Review of Economic Studies*, 2004(71).
102. Scott. William A., Reliability of Content Analysis: the Case of Nominal Scale Coding, *Public Opinion Quarterly*, 1955(19).
103. Simon Gilchrist, John V. Leahyc, Monetary Policy and Asset Prices, *Journal of Monetary Economics*, 2002(49).
104. Stein. J. C., Prices and Trading Volume in the Housing Market: A Model with Down-Payment Effects, *Quarterly Journal of Economics*, 1995(110).



105. Stephens. M, Monetary Policy and House Price Volatility in Western Europe, *Housing Studies*, 1995(10).

106. Taylor. J, The Monetary Transmission Mechanism: an Empirical Framework, *Journal of Economic Perspective*, 1995(9).

107. Thomas E. McCue and John L. Kling, Real Estate Returns and the Macroeconomy — Some Empirical Evidence from Real Estate Investment Trust Data 1972-1991, *The Journal of Real Estate Research*, 1994, 9(3).

108. Tipple. G., Shelter as Workplace: A Review of Home-Based Enterprise in Developing Countries, *International Labour Review*, 1993(132).

109. Tobin. James, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money Credit Banking*, 1969.

110. Uhlig. H., A Law of Large Numbers for Large Economies, *Economic Theory*, 1996, 8(1).

111. Wheaton. W., Real Estate Cycles: Some Fundamentals, *Real Estate Economics*, 1999(27).

112. William D. Lastrapes, The Real Price of Housing and Money Supply Shocks: Time Series Evidence and Theoretical Simulations, *Journal of Housing Economics*, 2000, 11(1).

113. Yi Jin, Zhixiong Zeng, Residential Investment and House Prices in a Multi-Sector Monetary Business Cycle Model, *Journal of Housing Economics*, 2004(13).

114. 〔美〕W·阿瑟·刘易斯:《经济增长理论》,周师铭、沈丙杰、沈伯根译,上海三联书店 1990 年版。

115. 〔美〕富兰克林·艾伦、道格拉斯·盖尔:《比较金融系统》,王晋斌、丁新娅等译,中国人民大学出版社 2002 年版。

116. 〔美〕张伯伦:《垄断竞争理论》,郭家麟译,三联书店 1958 年版。

117. 〔瑞典〕维克赛尔:《利息与价格》,蔡受百译,商务印书馆 1959 年版。

118. 巴曙松、华中炜、郝婕:《房地产业发展与金融政策:发展脉络和趋势》,《福建金融》,2005 年第 9 期。

119. 曹振良等:《房地产经济学通论》,北京大学出版社 2003 年版。

120. 戴根友:《中国货币政策传导机制研究》,经济科学出版社 2002 年版。

121. 丁文丽:《转轨时期中国货币政策效力的区域差异研究》,中国社会科学出版社



2005 年版。

122. 丁芸、武永春:《房地产经济学》,首都经济贸易大学出版社 2008 年版。

123. 樊明太:《金融结构及其对货币传导机制的影响》,《经济研究》,2004 年第 7 期。

124. 方显昌:《我国货币政策信用渠道传导论》,上海财经大学出版社 2004 年版。

125. 高铁梅主编:《计量经济分析方法与建模: Eviews 应用与实例》,清华大学出版社 2006 年版。

126. 关涛:《房地产经济周期的微观解释: 行为经济学方法与实证研究》,复旦大学博士学位论文,2005。

127. 广东省房协市场分析课题组:《2008 年度广东房地产市场分析报告[EB/OL]》,广东房地产网站: http: // www. gdfdc. com /manag /HtmlUploadFile / 2009213171311806. doc。

128. 国家发展与改革委员会网站,http: //www. sdpc. gov. cn/, 2010。

129. 国家统计局, 中国指数研究院:《中国房地产统计年鉴(1999—2008)》,中国城市出版社 2000—2008 年版。

130. 国家统计局:《中国统计年鉴(1998—2009)》,中国统计出版社 1999—2010 年版。

131. 国家统计局网站专题数据,http: //www. stats. gov. cn/tjsj/qtsj/,2010。

132. 国家统计局综合司, 新华财经信息咨询有限公司:《中国区域经济统计年鉴(2001—2008)》,海洋出版社 2002—2009 年版。

133. 洪涛等:《房价区域间联动与泡沫的空间扩散》,《统计研究》,2007 年第 24 期。

134. 胡国、宋建江:《房价波动与区域金融稳定》,《上海金融》,2005 年第 5 期。

135. 贾卓鹏、贺向明:《最优货币区理论与我国区域货币政策选择》,《上海金融学院学报》,2004 年第 3 期。

136. 蒋冠:《金融摩擦条件下货币传导机制的微观基础研究》,复旦大学博士学位论文,2004 年。

137. 交通银行发展研究部:《2007—2008 年中国银行业发展报告[EB/OL]》,网址: http: //bank. member. hexun. com/report/detail. aspx? infoid=64174,2008。

138. 交通银行发展研究部:《宏观不确定性有所增加　银行潜在风险不容忽视[EB/OL]》,网址 http: // www. cbrc. gov. cn/ chinese/home/jsp/docView. jsp? docID=20080529C1688D378148927FFF62479DEF5E8900,2009。

139. 孔丹凤、Bienvenido、秦大中:《中国货币政策省际效果的国的实证分析: 1980—2004》,《金融研究》,2007 年第 12 期。

140. 李宏瑾:《房地产市场、银行信贷与经济增长——基于面板数据的经验研究》,《国际金融》,2005 年第 7 期。
141. 李健飞、史晨昱:《我国银行信贷对房价波动的影响》,《上海财经大学学报》,2005 年第 2 期。
142. 梁云芳、高铁梅:《中国房价波动区域差异的实证分析》,《经济研究》,2007 年第 8 期。
143. 刘斌:《作为传导途径的房地产业对货币政策的影响》,《上海金融》,2003 年第 1 期。
144. 刘玄、王剑:《货币政策传导地区差异: 实证检验及政策含义》,《财经研究》,2006 年第 5 期。
145. 陆蓉:《资本市场的货币政策效应》,上海财经大学出版社 2003 年版。
146. 骆玉鼎:《区域经济发展不平衡与货币总量调控的局限性——最适货币区理论对宏观政策选择的启示》,《中央财经大学学报》,1998 年第 3 期。
147. 潘敏:《资本结构、金融契约与公司治理》,中国金融出版社 2002 年版。
148. 裴平、熊鹏:《我国货币政策传导过程中的"渗漏"效应》,《经济研究》,2003 年第 8 期。
149. 皮舜:《中国房地产市场与金融市场的 Granger 因果关系分析》,《系统工程理论与实践》,2004 年第 12 期。
150. 钱小安:《资产价格变化对货币政策的影响》,《金融研究》,1998 年第 1 期。
151. 钱彦敏、蒋振声:《论适度差别的货币金融区域发展模式》,《经济研究》,1995 年第 5 期。
152. 清华大学房地产研究中心网站: http: //www. ires. tsinghua. edu. cn /index. asp,2009。
153. 全国各省市中心支行货币政策分析小组:《各省市区域金融运行报告[EB/OL]》,中国人民银行网站及各省市人民银行网站: http: // www. pbc. gov. cn / huobizhengce/huobizhengcedashiji. asp 及网页上相关支行链接, 2009。
154. 宋旺、钟正生:《我国货币政策区域异质性的存在性及原因——基于最优货币区理论的分析》,《经济研究》,2006 年第 3 期。
155. 孙力军、孙力彬:《我国货币政策调控房价的效果分析》,《济南金融》,2006 年第 10 期。
156. 孙天琦:《货币政策统一性前提下的区域差别化研究》,《金融研究》,2004 年第



5 期。
157. 孙伍琴:《不同金融结构下的金融功能比较》,中国统计出版社 2003 年版。
158. 覃道爱:《货币政策效应在欠发达地区有弱化的趋势》,《海南金融》,2003 年第 9 期。
159. 田霖:《区域金融成长差异——金融地理学视角》,经济科学出版社 2006 年版。
160. 王洪卫:《房地产经济学》,上海财经大学出版社 1997 年版。
161. 王洪卫:《中国房地产证券化运行机制》,上海财经大学出版社 2005 年版。
162. 王洪卫:《中国住房金融、资金筹措与风险防范机制》,上海财经大学出版社 2001 年版。
163. 王满仓、王里:《中国货币政策区域化的理论与实证研究——基于西部经济发展与东部比较》,《西北大学学报(哲学社会科学版)》,2006 年第 1 期。
164. 王维安、贺聪:《房价与货币供求——经验事实和理论假说》,《财经研究》,2005 年第 5 期。
165. 王小鲁、樊纲:《中国地区差异的变动趋势和影响因素》,《经济研究》,2004 年第 1 期。
166. 王晓青、李云山:《货币供给机制、经济结构问题与金融总量调控》,《金融研究》,2004 年第 9 期。
167. 魏玮:《货币政策对房地产市场冲击效力的动态测度》,《当代财经》,2008 年第 8 期。
168. 杨国中、李木祥:《我国信贷资金的非均衡流动与异质性金融政策实施的研究》,《金融研究》,2004 年第 9 期。
169. 易宪容:《银行加息对抑制投资过热的有效性分析》,《财经理论与实践》,2004 年第 7 期。
170. 于则:《我国货币政策的区域异质性分析》,《管理世界》,2006 年第 2 期。
171. 余宏:《房地产经济学》,人民交通出版社 2008 年版。
172. 张杰:《中国金融成长的经济分析》,中国经济出版社 1995 年版。
173. 张涛、龚六堂、卜永祥:《资产回报、住房按揭贷款与房地产均衡价格》,《金融研究》,2006 年第 2 期。



174. 张晓桐:《计量经济分析》,经济科学出版社 2000 年版。
175. 张志军:《中央银行应注意金融调控的地区差别性》,《理论研究》,1999 年第 6 期。
176. 中国金融学会:《中国金融年鉴(1998—2008)》,中国金融年鉴编辑部 1999—2009

年版。

177. 中国人民银行房地产金融分析小组:《2004 中国房地产金融报告[EB/OL]》,中国人民银行网站: http: //www. pbc. gov. cn/huobizhengce/huobizhengcedashiji. asp,2009。

178. 中国人民银行货币政策分析小组:《中国货币政策执行报告(2001—)》,中国金融出版社 2002—2009 年版。

179. 中国人民银行货币政策分析小组:《中国区域金融运行报告(2006—2008)[EB/OL]》,中国人民银行网站, http: //www. pbc. gov. cn /huobizhengce / huobizhengcedashiji. asp, 2009。

180. 周京奎:《货币政策、银行贷款与住宅价格》,《财贸经济》,2005 年第 5 期。

181. 周孟亮、王凯丽:《货币政策传导机制理论中的结构因素及其应用分析》,《中央财经大学学报》,2006 年第 1 期。

182. 周孟亮:《我国区域金融差异下货币政策传导机制效应研究》,暨南大学博士学位论文,2006 年。



图 表 索 引



